

策略研究/专题研究

2020年05月26日

张馨元 执业证书编号：S0570517080005
研究员 021-28972069
zhangxinyuan@htsc.com

胡健 021-28972096
联系人 hujian013575@htsc.com

相关研究

- 1《策略：港股中长期的胜率与赔率》2020.05
- 2《策略：抱团内需高景气，板块内部分化》2020.04
- 3《策略：新基建投资如何落地及回报率测算》2020.04

A股分拆上市全景投资手册

市场交易主力资金系列

核心观点：分拆上市有望增强资源配置效率，推进上市公司高质量发展

母子公司分拆上市是实现价值创造、业绩双赢的有效渠道，短期股价表现看，不同类型分拆市场反馈不一。控股型子公司境内分拆上市规定的出台是国内分拆上市体系的有益补充，根据我们测算，符合条件的上市公司约1009家，主要分布于医药/地产/TMT等板块；目前拟分拆上市的子公司大多属于战略新兴产业，分拆上市是资本市场优化资源配置的重要手段，对母子公司理顺业务架构、拓宽融资渠道、优化公司治理等具有积极作用。我们建议沿产业视角、混改视角、类产业基金视角以及券商股四条主线投资布局。中长期资金可通过股权基金、战略配售等参与分拆上市投资。

政策演变：控股型分拆上市是国内分拆上市体系的有益补充

国内分拆上市发展进程：2004年，证监发67号文的出台标志着A股境外分拆上市启动；2010-2014年，境内分拆上市迎来窗口指导期，但彼时中兴通讯分拆国民技术等个案均为控股变参股形式上市；2019年12月，《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》正式发布，上市公司控股子公司境内分拆上市拉开序幕，标志着我国分拆上市体系基本建立。从分拆上市类型看，可划分为四种类型：参股型分拆、剥离退出型、重组型分拆和控股型分拆。伴随注册制的深入推进，我们认为A股境内分拆上市行为或将愈加普遍，上市平台孵化器功能或将进一步凸显。

分拆影响：母子公司分拆多可实现业绩双赢，短期股价表现市场反馈不一

短期股价表现看，市场并未看好参股型分拆（以康恩贝分拆佐力药业为例）、剥离退出型分拆（以华东科技分拆江苏天泽为例），而相对看好重组型分拆（以金隅集团分拆冀东水泥为例），港股分拆A股上市（以石药集团与新诺威为例）同样获得了市场积极的反馈。整体看，分拆上市对母公司理顺业务架构、拓宽融资渠道、完善激励机制等均具有积极的作用，母子公司分拆是一种双赢的举措，两者业绩大多可以实现更好地表现。值得注意的是，华东科技剥离分拆帮助公司度过短期经营危机，却未能真正帮助其主营业务实现聚焦发展，反映能否应对技术变革、突破产业转型压力是关键。

控股分拆：符合条件公司分布于医药/地产/TMT，子公司多属于科创企业

按照A股分拆境内上市正式稿规定，符合“上市满三年”、“连续三年盈利且累计超6亿元”，考虑“36个月内未受到证监会行政处罚、12个月内未受到公开谴责且最近一年及一期财报审计意见为无保留意见”，并根据2019年年报披露的上市公司参控股明细，符合条件的上市公司约1009家，占全部A股的21%，主要分布在医药、地产、电力及公用事业、基础化工、交运、TMT、建筑等行业。拟分拆26家母公司中民企、国企均占较大比重，子公司大多属于战略新兴产业，我们认为上市母公司将相关业务分拆出来单独培育上市，母子公司在未来均有望获得更好的估值和盈利表现。

投资机会：沿产业/混改/类产业基金/券商四条主线布局

从投资机会看，建议沿以下四条主线：一是沿产业视角，建议关注医药、TMT、地产等拥有较多符合控股子公司分拆上市相关规定的上市公司的行业；二是沿混改视角，分拆上市是国企改革的重要途径之一，建议关注符合控股子公司分拆上市的央企和地方国企；三是沿类产业基金视角，建议关注类似企业孵化器模式、旗下控股众多子公司且业务大多独立的高新技术园区系和高校系的上市公司；四是券商股，头部券商有望享受估值从β向α跨越。险资、社保基金等中长期资金可通过股权基金投资潜在分拆上市项目、战略配售、投资上市母公司等途径参与到分拆上市之中。

风险提示：分拆上市推进不及市场预期；控股子公司分拆上市后业绩不及市场预期；宏观经济大幅下行风险；中美贸易摩擦再度升级风险等。

正文目录

政策演变：国内分拆上市体系基本建立	4
证监会 67 号文 VS 分拆上市征求意见稿 VS 分拆上市正式稿.....	5
分拆上市的交易流程.....	7
案例研究：不同类型分拆上市对母子公司影响差异	8
分拆上市的四种类型.....	8
参股型分拆：以康恩贝分拆佐力药业为例	8
剥离退出型：以华东科技分拆江苏天泽为例.....	12
重组型分拆：以金隅集团分拆冀东水泥为例.....	14
A 股分拆港股上市：以交通银行与交银国际为例	16
港股分拆 A 股上市：以石药集团与新诺威为例	19
A 股分拆上市进展与投资机会	21
符合控股型分拆上市规定的 A 股公司分布	21
正式稿发布以来，A 股境内控股型分拆上市案例	22
分拆上市的投资机会和投资策略	29
潜在投资机会.....	29
投资机构投资策略探讨	30
风险提示.....	30

图表目录

图表 1：A 股分拆上市政策演变	4
图表 2：证监会 67 号文 VS 境内分拆上市征求意见稿 VS 境内分拆上市正式稿	6
图表 3：A 股境内分拆上市流程	7
图表 4：A 股分拆上市的主要类型.....	8
图表 5：康恩贝分拆上市佐力药业主要流程.....	9
图表 6：康恩贝对佐力药业持股比例变化.....	9
图表 7：康恩贝资产负债率变化情况.....	10
图表 8：康恩贝、佐力药业、医药生物行业指数的市场表现.....	10
图表 9：康恩贝公告减持股份、培育佐力药业单独上市后的收益情况	10
图表 10：佐力药业对康恩贝的利润贡献	11
图表 11：康恩贝利润表现	11
图表 12：佐力药业利润表现	11
图表 13：2001-2007 年华东科技对江苏天泽的持股比例变化	12
图表 14：股权转让前后（2007 年）江苏天泽股权结构.....	12
图表 15：华东科技剥离退出江苏天泽流程.....	13
图表 16：华东科技、电子行业指数的市场表现	13
图表 17：华东科技转让江苏天泽股权后的收益情况	13
图表 18：华东科技利润表现	14

图表 19: 天泽信息利润表现	14
图表 20: 金隅集团与冀东水泥重组分拆流程	14
图表 21: 重组分拆前股权结构 (2018 年)	15
图表 22: 重组分拆后股权结构 (2018 年)	15
图表 23: 重组分拆示意图	15
图表 24: 金隅集团、冀东水泥、建筑材料行业指数的市场表现	16
图表 25: 冀东水泥公告重组分拆事项后的收益情况	16
图表 26: 金隅集团利润表现	16
图表 27: 冀东水泥利润表现	16
图表 28: 交通银行分拆交银国际至联交所主板上市流程	17
图表 29: 分拆上市前后交通银行与交银国际股权关系	17
图表 30: 交通银行、银行指数市场表现	18
图表 31: 交通银行公告分拆事项后的收益情况	18
图表 32: 交通银行利润表现	18
图表 33: 交银国际利润表现	18
图表 34: 石药集团分拆与新诺威 A 股上市流程	19
图表 35: 分拆上市前后石药集团与新诺威股权关系 (2019 年)	19
图表 36: 新诺威、石药集团、医药生物指数市场表现	20
图表 37: 石药集团公告分拆上市事项后的收益情况	20
图表 38: 石药集团利润表现	20
图表 39: 新诺威利润表现	20
图表 40: 符合分拆上市规定的上市公司家数行业分布	21
图表 41: 正式稿发布以来 A 股拟境内分拆上市案例共 26 宗	22
图表 42: A 股 26 宗新增拟分拆上市案例行业分布	22
图表 43: A 股 26 宗新增拟分拆上市案例公司属性	22
图表 44: 分拆上市母公司归母净利润 (扣非前后孰低计算)	23
图表 45: 分拆上市母公司与子公司关系	24
图表 46: 分拆母子公司业务范围	25
图表 47: 拟分拆上市子公司净利润	26
图表 48: 上市公司及拟分拆子公司上市板块	27
图表 49: 冠城大通股价表现	28
图表 50: 生益科技股价表现	28
图表 51: 公告日后上市公司市场表现及行业对比 (截至 2020.5.26)	28

政策演变：国内分拆上市体系基本建立

根据2019年12月12日证监会发布的《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，上市公司分拆是指上市公司将部分业务或资产，以其直接或间接控制的子公司（所属子公司）的形式，在境内证券市场首次公开发行股票上市或实现重组上市的行为。分拆上市既是母公司的一种资产重组方式，又是子公司的一种融资方式，通过企业分拆，集团战略能够更好地得以实现。

A股分拆上市监管政策的发展，主要经历有以下几个关键阶段：

(1) 2004 年，证监发 67 号文的出台标志着 A 股境外分拆上市启动。2004 年 7 月，证监会发布《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》，提出满足条件的上市公司可分拆其所属企业赴境外上市，A 股分拆上市由此拉开序幕。

(2) 2010-2014 年，境内分拆上市迎来个案窗口指导期。这一时期，尚未出台境内分拆上市监管条例，但允许 A 股分拆创业板上市，并参考境外分拆的监管条例（证监发 67 号文）对其进行窗口指导。实务中，2010-2014 年出现了少数分拆案例，例如中兴通讯(000063)分拆国民技术(300077)、康恩贝(600572)分拆佐力药业(300181)、华东科技(000727)分拆天泽信息(300209)、轻纺城(00790)分拆会稽山(601579)等，但均为控股变参股形式，非控股子公司独立上市。

(3) 2015-2018 年，境外分拆持续发展，境内分拆断断续续。境外分拆方面，一方面，多宗地产公司分拆物业公司赴港上市，另一方面，部分港股又受中概股回归政策影响，回归 A 股，例如石药集团(01093.HK)分拆新诺威(300765)回归等。境内分拆方面，2015-2016 年未见有关案例，2017-2018 年又陆续出现。

(4) 2019 年，上市公司控股子公司境内分拆上市序幕开启，分拆上市体系基本建立。2019 年 8 月，分拆规定征求意见稿出台，首次对 A 股分拆境内上市的条件做出具体规定。2019 年 12 月 12 日，在征求意见稿的基础上，证监会修订了部分条款，并正式出台《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》。由此，A 股分拆上市开启了新的篇章。

图表1：A股分拆上市政策演变

时间	阶段	政策规定与分拆实践
2004年	境外分拆政策明朗	2004年7月，《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》（证监发[2004]67号）出台
2010年 — 2014年	境内分拆个案窗口指导	2010年，参考[2004]67号文，允许A股分拆创业板上市，并进行窗口指导
2015年 — 2018年	境外分拆持续进展 境内分拆断断续续	多宗地产公司分拆物业公司赴港上市；部分港股受中概股回归政策影响，回归A股 2015-2016年境内分拆销声匿迹；2017-2018境内分拆又陆续出现
2019年	境内分拆政策明朗	2019年8月，证监会公布分拆规定征求意见稿；2019年12月12日，《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（证监会[2019]27号）发布

资料来源：证监会，华泰证券研究所

证监会 67 号文 VS 分拆上市征求意见稿 VS 分拆上市正式稿

2004 年证监会 67 号文、2019 年 8 月分拆上市征求意见稿、2019 年 12 月分拆上市正式稿在政策规定上具有一定的继承性和创新性，对比其主要规定，主要差异如下：

证监会 67 号文与分拆上市征求意见稿的监管对象不同，分别规范的是 A 股境外分拆、境内分拆上市的行为。整体看，证监会对 A 股境内分拆的要求比境外分拆更严格。

(1) **公司上市年限**：境外分拆上市无要求；而征求意见稿要求上市公司股票上市满 3 年方可进行境内分拆上市。

(2) **募集资金投向**：67 号文规定：“上市公司最近 3 个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产不得作为对所属企业的出资申请境外上市”；而在征求意见稿中，新添了“最近 3 个会计年度内通过重大资产重组购买的业务和资产，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产”的规定，此外，对于所属子公司主要从事金融业务的，上市公司也不得分拆该子公司在境内上市。

(3) **盈利要求**：证监会 67 号文规定上市公司要在境外分拆上市，需要在最近 3 个会计年度连续盈利；而征求意见稿对境内分拆上市的要求更严格，另规定了“最近三个会计年度归属上市公司股东的净利润累计不低于 10 亿元人民币”的要求。

(4) **违规情况**：证监会 67 号文的对违法违规行为的表述较为模糊；而征求意见稿将违法违规行细化为证监会行政处罚、证券交易所公开谴责、是否出具无保留意见的审计报告等三个方面，并对不同类型的违法违规行为，设置了不同的观察窗口期。

(5) **披露独立性**：征求意见稿不仅继承了证监会 67 号文关于资产、财务独立的有关规定，而且要求上市公司及所属子公司在机构方面也相互独立。此外，证监会 67 号文要求“经理人员不存在交叉任职”；而征求意见稿对经理人员的范畴做了细化及补充说明。

(6) **披露要求**：对于境外分拆上市的公司，证监会未就分拆目的等的披露做规定；而对境内分拆的公司而言，征求意见稿明确规定了需要披露分拆的目的、必要性及可行性，可见披露内容更加规范和详尽。

2019 年 12 月出台的分拆上市正式稿是在征求意见稿基础上的修订和补充。

(1) **资金投向**：正式稿在征求意见稿的基础上进行了适度放松。上市公司最近 3 个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产仍不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产，但所属子公司最近 3 个会计年度使用募集资金合计不超过其净资产 10% 的除外；

(2) **盈利要求**：正式稿将最近三个会计年度净利润累计规模由不低于 10 亿元修改为不低于 6 亿元人民币，较征求意见稿的门槛要求有所降低；

(3) **同业竞争**：正式稿的相关要求在征求意见稿的基础上有所细化。征求意见稿并未对同业竞争的含义进行讲解，而正式稿提到，上市公司及所属子公司应符合其对应交易所关于同业竞争的监管要求，这就区分了主板、中小板、创业板、新三板、科创板等不同交易板块的同业竞争规定，从而改变了同业竞争“一刀切”的监管要求；

(4) **董高持股限制**：正式稿对上市公司、拟分拆所属子公司的持股比例限制进行了区分。征求意见稿规定，无论上市公司还是其所属子公司，董高持股比例均不得超过分拆上市前总股本的 10%。而在正式稿中，这一规定被修改为：上市公司董高持股比例不得超过分拆前子公司总股本的 10%，子公司董高持股比例不得超过 30%。由此可见，正式稿对子公司董高持股比例的限制也有所放松。

图表2：证监会 67 号文 VS 境内分拆上市征求意见稿 VS 境内分拆上市正式稿

对比项目	证监会 2004 年 67 号文	2019 年 8 月分拆上市征求意见稿	2019 年 12 月分拆上市正式稿
上市地点	海外上市	境内上市	境内上市
公司年限要求	无	上市公司股票上市已满 3 年	上市公司股票上市已满 3 年
公开募集资金投向	上市公司最近 3 个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产不得作为对所属企业的出资申请境外上市。	上市公司最近 3 个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产，最近 3 个会计年度内通过重大资产重组购买的业务和资产，不得作为拟分拆所属于子公司的主要业务和资产。所属公司最近 3 个会计年度使用募集资金合计不超过其净资产 10% 的除外；上市公司最近 3 个会计年度内通过重大资产重组购买的业务和资产，不得作为拟分拆所属于子公司的主要业务和资产。所属于子公司主要从事金融业务的，上市公司不得分拆该子公司上市。	上市公司最近 3 个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产，不得作为拟分拆所属于子公司的主要业务和资产，但拟分拆所属于子公司的主要业务和资产，但拟分拆所属于子公司主要从事金融业务的，上市公司不得分拆该子公司上市。
盈利要求	上市公司最近 3 个会计年度连续盈利。	上市公司最近 3 个会计年度连续盈利，且最近 3 个会计年度扣除按权益享有的拟分拆所属于子公司的净利润后，归属于上市公司股东的净利润累计不低于 10 亿元人民币（净利润以扣除非经常性损益前后孰低值计算）。	上市公司最近 3 个会计年度连续盈利，且最近 3 个会计年度扣除按权益享有的拟分拆所属于子公司的净利润后，归属于上市公司股东的净利润累计不低于 6 亿元人民币（净利润以扣除非经常性损益前后孰低值计算）。
发行人与上市公司	上市公司最近一个会计年度合并报表中按权益享有的所属企业的净利润不得超过上市公司合并报表净利润的 50%；上市公司最近一个会计年度合并报表中按权益享有的所属企业净资产不得超过上市公司合并报表净资产的 30%。	上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属于子公司的净利润不得超过上市公司合并报表净利润的 50%；上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属于子公司净资产不得超过上市公司合并报表净资产的 30%。	上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属于子公司的净利润不得超过上市公司合并报表净利润的 50%；上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属于子公司净资产不得超过上市公司合并报表净资产的 30%。
关联方交易问题	上市公司不存在资金、资产被具有实际控制权的个人、法人或其他组织及其关联人占用的情形，或其他损害公司利益的重大关联交易。	上市公司不存在资金、资产被控股股东、实际控制人及其关联方占用的情形，或其他损害公司利益的重大关联交易。	上市公司不存在资金、资产被控股股东、实际控制人及其关联方占用的情形，或其他损害公司利益的重大关联交易。
历史违规情况	上市公司最近三年无重大违法违规记录。	上市公司及其控股股东、实际控制人最近 36 个月内未受到过中国证监会的行政处罚；上市公司及其控股股东、实际控制人最近 12 个月内未受到过证券交易所的公开谴责。上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告。	上市公司及其控股股东、实际控制人最近 36 个月内未受到过中国证监会的行政处罚；上市公司及其控股股东、实际控制人最近 12 个月内未受到过证券交易所的公开谴责。上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告。
披露独立性	上市公司与所属企业资产、财务独立，经理人员不存在交叉任职。	上市公司应当充分披露并说明：本次分拆有利于上市公司突出主业、增强独立性；上市公司与拟分拆所属于子公司在资产、财务、机构方面相互独立；高级管理人员、财务、机构方面相互独立，高级管理人员、财务人员不存在交叉任职，拟分拆所属于子公司在独立性方面不存在其他严重缺陷。	上市公司应当充分披露并说明：本次分拆有利于上市公司突出主业、增强独立性；且资产、财务、机构方面相互独立，高级管理人员、财务人员不存在交叉任职，独立性方面不存在其他严重缺陷。
同业竞争	上市公司与所属企业不存在同业竞争。	上市公司与拟分拆所属于子公司不存在同业竞争。	上市公司与拟分拆所属于子公司均符合中国证监会、证券交易所关于同业竞争、关联交易的监管要求。
董高持股情况限制	上市公司及所属企业董事、高级管理人员及其关联人员持有所属企业的股份，不得超过所属企业到境外上市前总股本的 10%。	上市公司及拟分拆所属于子公司董事、高级管理人员及其关联人员持有所属于子公司的股份，不得超过所属于子公司分拆上市前总股本的 10%。	上市公司董事、高级管理人员及其关联方持有拟分拆所属于子公司的股份，合计不得超过所属于子公司分拆上市前总股本的 10%；上市公司拟分拆所属于子公司董事、高级管理人员及其关联方持有拟分拆所属于子公司的股份，合计不得超过所属于子公司分拆上市前总股本的 30%。
分拆影响的披露要求	无	上市公司应当根据中国证监会、证券交易所的规定，披露分拆的目的、必要性、可行性；分拆对各方股东特别是中小股东、债权人和其他利益相关方的影响；分拆预计和实际的进展过程、各阶段可能面临的相关风险，以及应对风险的具体措施、方案等。	上市公司应当根据中国证监会、证券交易所的规定，披露分拆的目的、商业合理性、必要性、可行性；分拆对各方股东特别是中小股东、债权人和其他利益相关方的影响；分拆预计和实际的进展过程、各阶段可能面临的相关风险，以及应对风险的具体措施、方案等。
核查与督导主体	上市公司应当聘请经中国证监会注册登记并列入保荐机构名单的证券经营机构担任其维持持续上市地位的财务顾问。	上市公司分拆的，应当聘请具有保荐机构资格的证券公司担任财务顾问履行核查督导职责。	上市公司分拆的，应当聘请独立财务顾问、律师事务所、具有相关证券业务资格的会计师事务所等证券服务机构就分拆事项出具意见。

资料来源：证监会，华泰证券研究所

分拆上市的交易流程

根据目前的监管规定，A 股分拆上市的主要流程如下：

(1) 决策。对于 A 股母公司而言，需要首先就分拆事项提起董事会及股东大会分拆决议流程。一般地，须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过，且经出席会议的中小股东所持表决权的三分之二以上通过。上市公司董事、高级管理人员在拟分拆所属子公司安排持股计划的，该事项应当由独立董事发表专项意见，作为独立议案提交股东大会表决，并须经出席股东大会的中小股东所持表决权的半数以上通过。对于 IPO 子公司而言，同样须就分拆事项的重组改制方案或 IPO 上市方案提起董事会及股东（大）会讨论。

(2) 申报受理。上市公司分拆，涉及首次公开发行股票并上市的，应当遵守中国证监会、证券交易所关于证券发行上市、保荐、承销等相关规定；涉及重组上市的，应当遵守中国证监会、证券交易所关于上市公司重大资产重组的规定。目前，A 股境内分拆上市的主要场所为主板、创业板（2010 年 4 月起）和科创板（2019 年 3 月起），其中上交所负责主板和科创板的申报受理，深交所负责创业板的申报受理。

(3) 监管审核。证券交易所、上市公司所在地证监局应当就上市公司是否符合分拆子公司上市的有关条件进行专项核查，并出具持续监管意见，督促上市公司及相关各方履行信息披露义务。从目前的分拆上市实践看，分拆上市母公司主要为主板和中小板企业，分别由上交所、深交所进行监管审核。

(4) 发行注册/批复：监管审核通过后，证监会将批复子公司上市，在完成发行注册流程后，子公司即可作为单独主体进行上市交易。

图表3：A 股境内分拆上市流程

分拆上市 流程	A股母公司	IPO子公司
1	<u>董事会及股东大会做出分拆决议：</u> -经出席表决权2/3+出席中小股东2/3同意； -上市公司董事高管在子公司持股的，作为独立议案，经出席中小股东1/2同意	<u>董事会及股东（大）会：</u> -关于重组改制 -IPO上市方案
2	-	<u>监管机构的申报受理：</u> -上交所（主板、科创板） -深交所（创业板） -证监会
3	<u>监管机构审核母公司分事项：</u> -上交所（主板） -深交所（中小板） -证监会	-
4	-	<u>发行注册/批复：</u> 证监会

资料来源：证监会，华泰证券研究所

案例研究：不同类型分拆上市对母子公司影响差异

分拆上市的四种类型

根据上市公司所属子公司上市的方法，可将分拆上市划分为四个类型：参股型分拆、剥离退出型、重组型分拆和控股型分拆。

(1) 参股型分拆：即分拆公司的参股子公司。在分拆上市前，公司通常会通过财务投资或逐步分离等方式，逐渐减持拟分拆子公司的股份，从而达到主动丧失控制权的目的，将控股子公司变成参股子公司，此后将该参股子公司以 IPO 或借壳等方式上市。参股分拆是早期 A 股分拆中的可行路径。

(2) 剥离退出型：即直接剥离子公司。这类分拆主要通过股权转让等方式将子公司出让给实际控制人或第三方，而上市母公司不再持有原子公司的股权。剥离退出也是早期 A 股境内分拆的可行路径之一。

(3) 重组型分拆：即通过资产重组方式，将拟分拆资产注入另一上市公司，从而达到与子公司单独上市相似的效果。重组分拆实质上是对上市母公司业务的重新整合，通过业务的分类和剥离，能够有效减少同业竞争。

(4) 控股型分拆：即上市母公司的控股子公司直接分拆上市的方式。由于监管限制，早期控股分拆的形式并不多见，但随着 2019 年 12 月分拆上市正式稿的颁布，符合条件的 A 股上市公司控股型分拆日趋活跃，有望成为 A 股分拆境内上市主流模式之一。

图表4：A 股分拆上市的主要类型

分拆境内上市主要类型	主要特征
参股型分拆	基于财务投资逐步剥离子公司，后续申请 IPO 或借壳
剥离退出型	将子公司转让给实际控制人或第三方，转让后 A 股母公司不再持股
重组型分拆	A 股母公司将其部分业务注入其控股的另一上市公司，以解决同业竞争
控股型分拆	上市母公司仍保持对控股子公司的控股地位

资料来源：证监会、Wind，华泰证券研究所

参股型分拆：以康恩贝分拆佐力药业为例

康恩贝是一家以现代中药和植物药为核心业务的制药企业集团，其在全国多省市建立了种植、研发、生产、营销基地，并依托国家级企业技术中心、国家级博士后科研工作站等平台积极进行产品创新。目前，公司已发展成中国中药十强企业、浙江制药工业龙头企业。

佐力药业同属于中药子行业，但在细分领域上，佐力药业更专注于药用真菌生物发酵技术，积极将传统中药材和现代生物技术应用的结合，以填补中药材领域的空白，先后被认定为“国家级火炬高新技术企业”、国家“高新技术企业”、“全国模范劳动关系和谐企业”、浙江省“绿色企业”等。

康恩贝与佐力药业的股权比例经历了由参股到控股再到参股的数次变化。

(1) 2003 年 8 月 21 日，康恩贝通过受让股份持有佐力药业 23% 的股权，佐力药业成为其参股公司。此时，北湖商贸对佐力药业持股比例为 31%，其余股东合计持有佐力药业 46% 的股份。通过参股，康恩贝完善了在中药研发方面的投资布局。

(2) 2004 年 6 月 30 日，康恩贝完成数次股权受让，对佐力药业的持股比例增至 63%，成为其控股股东。从股权受让公告看，康恩贝增持佐力药业能使其更好地发展中药和天然植物药业务，能促进母公司加快产品体系的调整升级，并提升公司的产业核心竞争力。

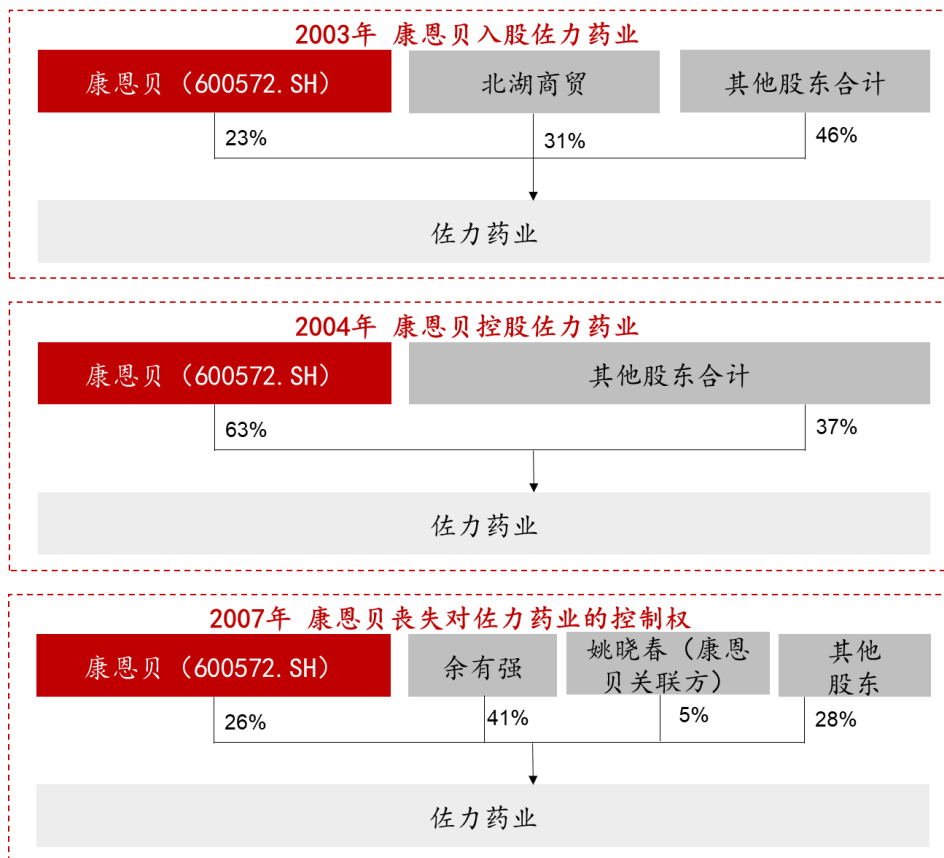
(3) 2007 年 11 月 28 日，康恩贝召开第五届董事会第十五次会议，同意转让所持有的佐力药业 37% 的股份。该董事会决议于 2007 年 11 月 28 日对外公告，首次明确了拟培育佐力药业分拆上市的动机。股权转让后，自然人余有强（子公司董事长）成为佐力药业的控股股东，持股 41%，康恩贝关联方姚晓春持股比例为 5%，剩余 28% 的股权分散于中小股东手中。

(4) 2011 年 2 月 22 日，佐力药业在创业板上市。康恩贝完成对佐力药业的参股分拆。

图表5：康恩贝分拆上市佐力药业主要流程

日期	程序
2003.8.21	康恩贝召开第四届董事会第四次临时会议，受让佐力药业 23%的股权
2004.6.30	康恩贝发布公告，受让佐力药业部分股份后，合计持有佐力药业 63%的股份
2007.11.28	康恩贝召开第五届董事会第十五次会议，审议通过转让佐力药业 37%股权议案
2010.12.7	佐力药业公布招股说明书（申报稿）
2011.1.26	佐力药业公布招股说明书
2011.2.22	佐力药业首次公开发行股票并在创业板上市

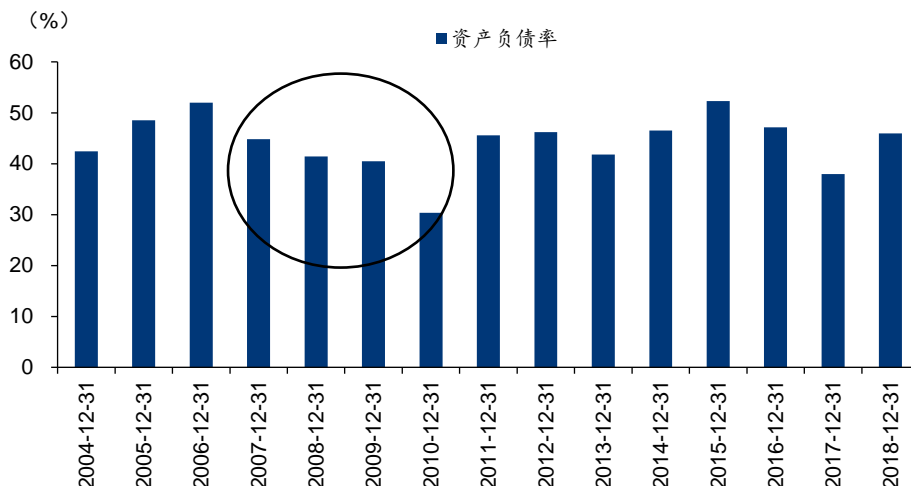
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：康恩贝对佐力药业持股比例变化

资料来源：Wind、华泰证券研究所

根据康恩贝 2007 年年报以及 2010 年 12 月佐力药业发布的公告《浙江佐力药业股份有限公司关于公司设立以来股本演变情况的说明及其董事、监事、高级管理人员的确认意见》，康恩贝分拆佐力药业上市的原因主要有：其一，加强对子公司管理层的激励。康恩贝减持股份的受让对象主要是佐力药业经营管理团队成员，通过管理层持股，可以提高经营管理的效率和效果，推动佐力药业新药研发工作的发展，从而提高佐力药业在中药材研发上的核心竞争力；其二，集中优质主业，推动产业优化布局。将中药材研发的“明星企业”单独分拆，有助于更好地集中优质业务，使康恩贝的中药研发产业布局更加合理，一方面，分拆后母公司资源可以更好地在不同业务之间分配；另一方面，优质中药材生物研发的主业在独立主体下能得到专业化的运营；其三，充分利用融资优势。康恩贝 2004 年-2006 年资产负债率不断提高，公司面临较大的偿债压力。培育佐力药业单独上市，开拓了新的融资渠道，能够在一定程度上缓解业务拓展和研发创新带来的债务压力。

图表7：康恩贝资产负债率变化情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

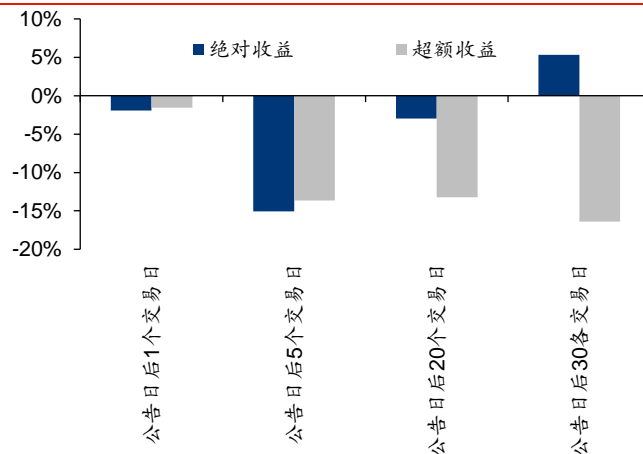
短期股价表现看，市场并未看好分拆上市对康恩贝的影响。2007 年 11 月 26 日，康恩贝公布转让佐力药业股权并培育上市，股价出现下行，公告日后 1 个交易日、5 个交易日、20 个交易日，康恩贝的绝对收益分别为-1.94%/-15.07%/-2.99%，30 个交易日后，绝对收益由负转正，为 5.31%。从超额收益（相对一级行业）看，公告日后 1 个交易日、5 个交易日、20 个交易日、30 个交易日，康恩贝均未获得超过行业指数的收益水平，超额收益率分别为-1.56%/-13.66%/-13.24%/-16.42%。由此可见，市场对康恩贝减持后培育子公司分拆上市并未给予积极反馈，可能的原因在于市场担心康恩贝失去对佐力药业的控制权后，公司核心竞争力将被削弱，并影响公司长期价值。

图表8：康恩贝、佐力药业、医药生物行业指数的市场表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9：康恩贝公告减持股份、培育佐力药业单独上市后的收益情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

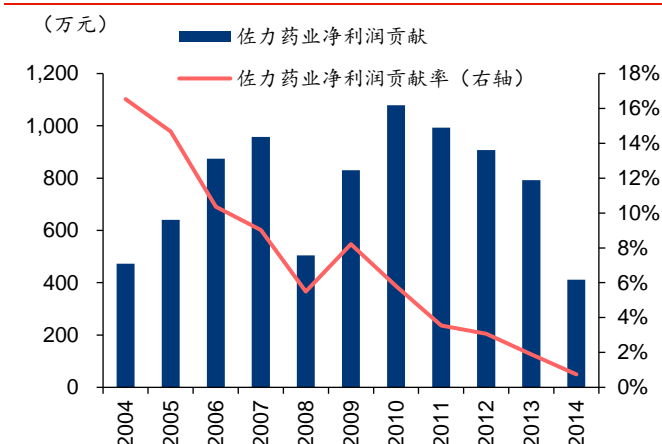
从利润贡献看，相较于控股阶段，康恩贝减持佐力药业并形成参股关系后，佐力药业对康恩贝的净利润贡献率持续下降。

2004 年 6 月至 2007 年 11 月，康恩贝控股佐力药业，持股比例稳定在 63% 的水平。该段时间内，佐力药业净利润贡献规模稳步提升，但净利润贡献率（佐力药业净利润贡献规模占康恩贝净利润规模总额比重）持续下降。2004 年，佐力药业对康恩贝的净利润贡献规模为 473.3 万元，贡献率 16.53%；至 2006 年，佐力药业的净利润贡献上升至 874.44 万元，但净利润贡献率下降至 10.36%。

2007 年 12 月起，康恩贝丧失对佐力药业的控制权，不再将后者纳入合并范围，此后逐年减持，持股比例由 2007 年 12 月的 26% 下降至 2014 年 12 月的 3.85%，至 2015 年，康恩贝对佐力药业的持股比例进一步下降，无法继续实施共同控制或重大影响，改用金融工具准则对佐力药业的投资进行会计处理。参股时期，佐力药业净利润贡献金额波动变化，由于持股比例的大幅下降，佐力药业的净利润贡献率下降明显。2008 年丧失控制权后，佐力药业的净利润贡献额为 505.09 万元，贡献率降至 5.49%，相比 2007 年减小 3.53 个百分点。至 2014 年，佐力药业的净利润贡献额为 411.02 万元，贡献率仅 0.74%。

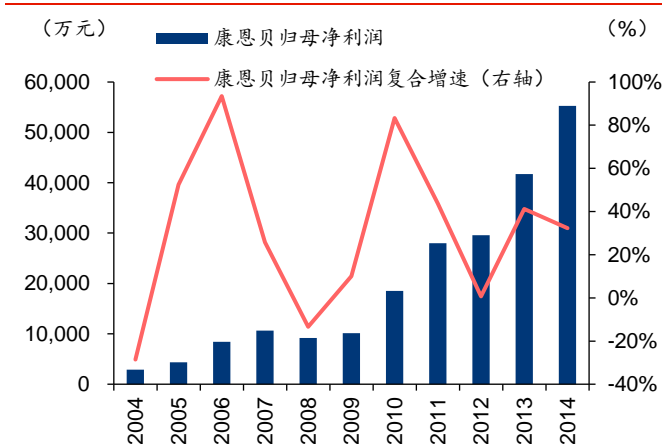
从康恩贝的利润表现看，减持并失去佐力药业控制权在短期内造成了公司的业绩波动，但长期看，分拆后公司资源得到更合理的分配和使用，康恩贝净利润得以稳步增长。2008 年，由于不再将佐力药业纳入合并范围，康恩贝归母净利润下降至 9197.36 万元，相较于 2007 年减少 1415.81 万元，归母净利润增速同比下滑 13%。2009 年，归母净利润增速回升，截至 2014 年，康恩贝实现归母净利润 5.5 亿元，2009-2014 年 CAGR 达到 35%。

图表10： 佐力药业对康恩贝的利润贡献



资料来源：Wind、华泰证券研究所

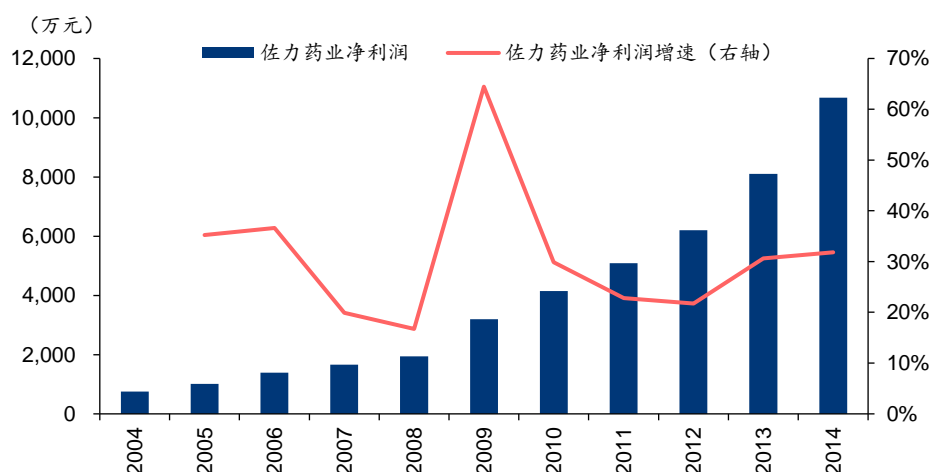
图表11： 康恩贝利润表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

从佐力药业利润表现看，从康恩贝逐步分拆出来激发了公司的业绩增长活力。2004-2007 年，佐力药业作为康恩贝的控股子公司，其净利润规模虽然较为稳定，但业绩增速呈现下降趋势。2007 年，佐力实现净利润 1664.24 万元，yoy 19.9%，较 2006 年放缓 16.71 个百分点。2008 年，佐力药业变更为康恩贝的参股公司，股权变更后佐力药业净利润增速明显上升，2009 年增速达 64.44%。2010 年以后，佐力药业的净利润进一步积累，截至 2014 年，公司实现净利润 1.07 亿元，2009-2014 年 CAGR 达到 33%。

图表12： 佐力药业利润表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

剥离退出型：以华东科技分拆江苏天泽为例

华东科技是一家从事电子制造相关产业的上市公司，主营平板显示、触控显示、石英晶体、磁性材料及电源、真空电子等产业，产品包括 TFT-LCD、触摸屏、晶体振荡器、谐振器、磁粉、磁芯、示波管、吸气剂等。公司曾被国家科技部评为“国家火炬计划重点高新技术企业”，然而，2020 年 4 月 15 日，华东科技因最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值，被实施退市风险警告，现股票名称为*ST 东科。

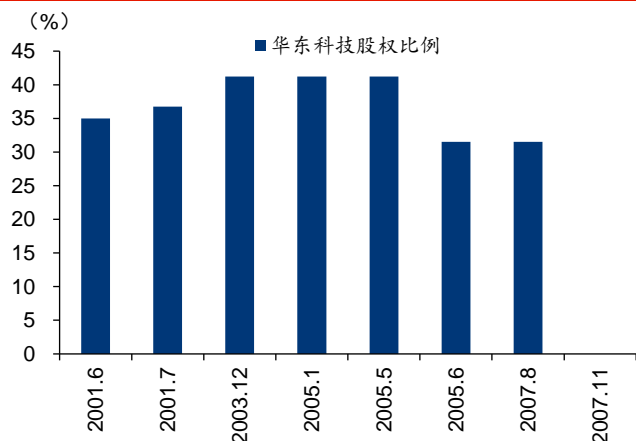
天泽信息是由华东科技孵化的一家软件技术公司，最早从事电子计算机软件开发、卫星定位信息服务、经济信息咨询服务。公司聚焦物联网的发展，专注于提供车联网 IT 服务，主营业务包括商用车、农用机械、公共运输、仓储、电梯、工程机械等等专业应用领域。通过运用云计算、GPU 计算加速、信息安全、数据挖掘、智能搜索等业内领先技术，天泽信息对车辆及随车人、物的状态信息进行采集、传输、存储、分析和展现，以满足商业智能、电梯管理、机械管理、车辆管理、售后资源管理、仓库管理等多样化的用户需求。

2000 年 5 月，天泽科技与中住投资出资设立天泽信息，注册资本 500 万元，其中天泽科技持有 52% 的股权。华东科技通过持有天泽科技 44.87% 的股权，成为了天泽信息的实际控制人。2001 年 6 月至 2007 年 8 月期间，华东科技一直是江苏天泽（上市后名称为天泽信息）的唯一或并列第一大股东，其历年的持股比例均在 31% 以上。股权转让前（2007 年），华东科技持有江苏天泽 31.505% 的股份，而公司的第一大股东是中住集团，持股 47.035%。

2007 年 11 月，为贯彻集团公司清理“三非”的精神，华东科技主动剥离了非主营非盈利的业务，将江苏天泽分拆出来，以进一步做大做强自身的主营产品和主营业务。从目前的经营范围看，二者避免了同业竞争，业务架构也有了明显不同。具体剥离方式上，华东科技将其持有江苏天泽全部股权转让给非关联方陈进和中住集团，其中 16.18% 股权转让给中住集团，转让价格为 1,540.80 万元，15.33% 股权转让给陈进，转让价格为 1,459.20 万元。与此同时，中住集团对江苏天泽以货币新增注册资本 2,910 万元。股权转让及注资流程完成后，华东科技不再持有江苏天泽股权，从而剥离退出；中住集团对江苏天泽的持股比例达到 81.06%，股权进一步集中。

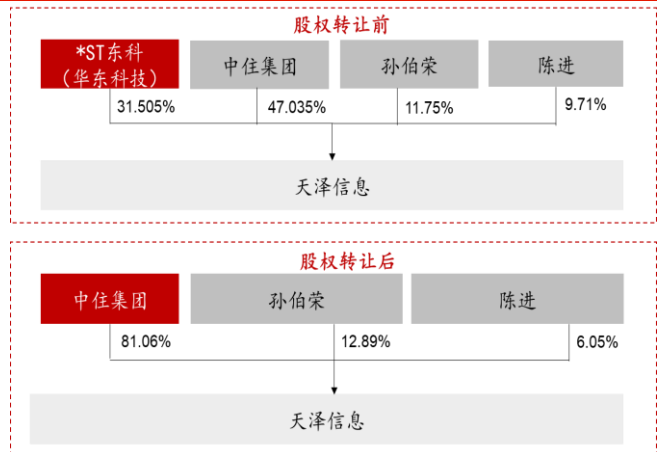
经过一段时间的经营运作后，2011 年 4 月 26 日，天泽信息在深交所上市。

图表 13： 2001-2007 年华东科技对江苏天泽的持股比例变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 14： 股权转让前后（2007 年）江苏天泽股权结构



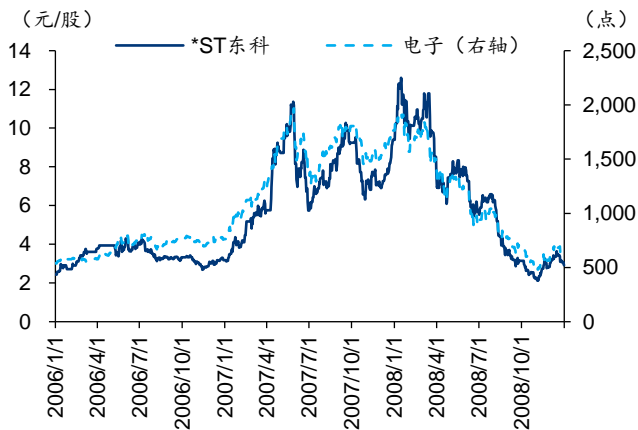
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表15： 华东科技剥离退出江苏天泽流程

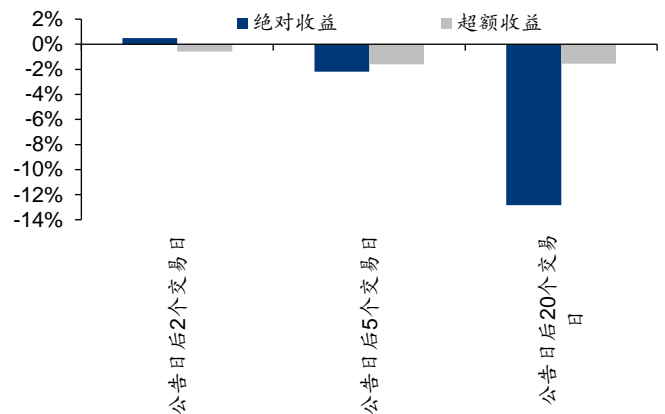
日期	程序
2007.9.27	江苏中天资产评估事务所有限公司出具江苏天泽资产评估报告
2007.10.12	华东科技召开第五届董事会临时会议，审议同意转让其持有的江苏天泽股权
2007.10.30	华东科技召开 2007 年第三次临时股东大会，审议同意股权转让事项
2007.11.10	江苏天泽通过股东会决议，同意华东科技股权转让及中住集团货币增资事项
2007.11.16	江苏天泽收到中住集团新增注册资本 2910 万元
2007.11.23	江苏省工商行政管理局核准股权转让及增资的工商变更登记
2011.4.26	天泽信息首次公开发行股票并在创业板上市

资料来源：Wind、华泰证券研究所

从股价表现看，市场并不看好华东科技剥离退出天泽信息的行为。2007 年 10 月 13 日，华东科技首次披露减持转让的公告，此后公司绝对收益、超额收益表现均较差。超额收益方面，公告日后 2 个交易日、5 个交易日、20 个交易日，华东科技的超额收益率分别为 -0.58%/-1.59%/-1.54%，公司表现不及电子行业平均水平；而绝对收益方面，除公告日后 2 个交易日公司股价有较小的涨幅外（0.49%），公告日后 5 个交易日、20 个交易日，公司股价均下跌，跌幅分别为 -2.20%、-12.84%。

图表16： 华东科技、电子行业指数的市场表现

资料来源：Wind、华泰证券研究所

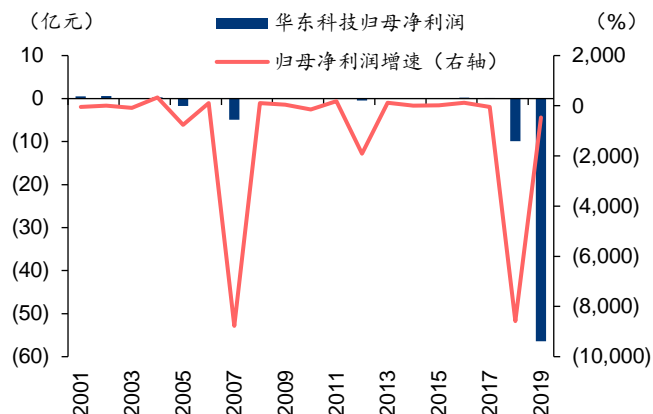
图表17： 华东科技转让江苏天泽股权后的收益情况

资料来源：Wind、华泰证券研究所

华东科技退出天泽信息、出售资产以解燃眉之急。2007 年，华东科技处于大幅亏损的境地，当年归母净利润为 -4.93 亿元。通过出售江苏天泽的股权，公司迅速扭亏为盈，2008 年实现归母净利润 0.03 亿元。而长期来看，华东科技分拆江苏天泽后，主营业务并没有得到更优质的发展，利润表现也并不稳定。2009 年至 2012 年，华东科技的归母净利润波动变化，其中 2010 年、2012 年业绩仍然亏损；2013 年至 2017 年，公司扭亏为盈，但增速较低，2015-2017 年归母净利润 CAGR 仅 3%。2018 年至 2019 年，华东科技归母净利润连续两年为负值，最终难逃被 ST 的命运，这反映剥离分拆仅帮助公司度过短期经营危机，却未能真正帮助其主营业务实现聚焦发展，未能很好地应对技术变革、产业转型的压力。

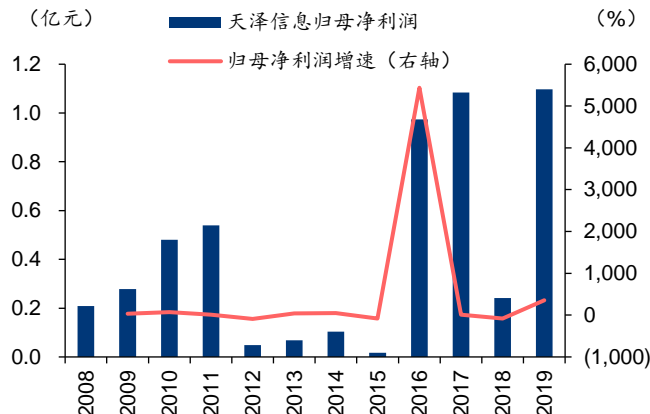
从天泽信息业绩看，该公司在被剥离分拆时的业绩表现较为稳定。2008-2011 年，公司归母净利润持续增长，至 2011 年，公司实现归母净利润规模达 0.54 亿元，期间 CAGR 达到 37%，表明剥离后，公司显示出高成长特征。分拆上市后，2012-2015 年，由于国家对房地产等多个行业实施宏观调控，公司下游行业景气度下降，对工程机械等物联网产品的需求降低，从而影响了天泽科技的业绩表现。但公司积极探索转型发展，培育长期客户，在 2016 年重新获得了良好的业绩表现，当年实现归母净利润 0.97 亿元，2013-2016 年归母净利润复合增速高达 141.9%。2019 年天泽信息实现归母净利润 1.10 亿元，创历史新高，表明天泽信息被剥离出来并培育上市后，业绩良好，并能通过积极转型较好地应对经营风险。

图表18： 华东科技利润表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表19： 天泽信息利润表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

重组型分拆：以金隅集团分拆冀东水泥为例

金隅集团是全国最大的建筑材料生产企业之一。作为北京地区的领先房地产开发企业，公司连续多年获得“中国房地产百强企业”称号。金隅集团以建材制造、房地产开发和不动产经营为主要经营范围，生产家具、矿棉吸声板、加气混凝土、耐火材料等产品，并提供房地产开发经营、物业管理等服务。

冀东水泥是一家综合型建材企业。公司专注于水泥业务，同时集水泥、混凝土、砂石骨料、干混砂浆、外加剂、环保、耐火材料、物流、矿粉等为一体，形成了上下游配套的完整建材产业链，有“中国新型干法水泥工业的摇篮”和“中国水泥工业排头兵”之称。

金隅集团为冀东水泥的母公司。从经营范围看，重组分拆前金隅集团与冀东水泥在水泥业务上有所重叠，形成了同业竞争，也造成了资源配置和经营管理的混乱。**2018 年，金隅集团通过将水泥板块有关资产注入冀东水泥，完成了重组分拆，从而达到了避免同业竞争、优化产业布局的目的。**

图表20： 金隅集团与冀东水泥重组分拆流程

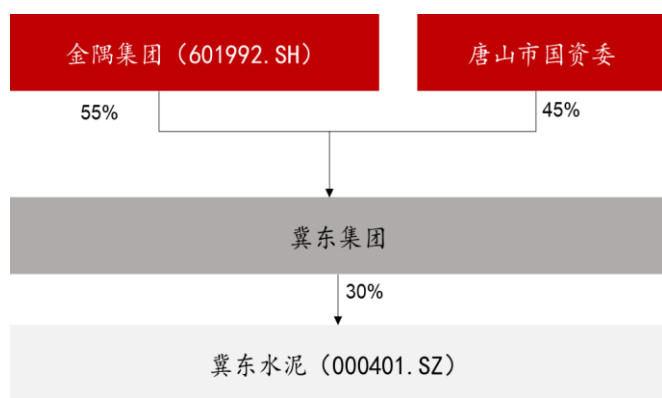
日期	程序
2016.6.29	金隅集团召开第四届董事会第八次会议，拟进行资产重组
2016.7.15	冀东水泥召开 2016 年第一次临时股东大会，拟进行资产重组
2017.11.21	金隅集团、冀东水泥拟修改原重组方案
2017.12.19	冀东水泥首次发布公告，说明修订后重组方案的基本内容
2017.12.28	金隅集团第四届董事会第二十五次会议审议通过交易事项
2017.12.28	冀东水泥第八届董事会第三次会议审议通过交易事项
2018.2.7	金隅集团第四届董事会第二十六次会议审议通过交易事项
2018.2.7	冀东水泥第八届董事会第五次会议审议通过交易事项
2018.2.28	冀东水泥 2018 年第一次临时股东大会审议通过交易事项
2018.3.28	上交所批准金隅集团进行有关交易
2018.3.29	金隅集团 2018 年第一次临时股东大会审议通过交易事项
2018.5.10	有关交易获得反垄断审查通过
2018.5.31	冀东水泥收到证监会对资产重组的核准批复
2018.6.1	合资公司取得营业执照
2018.6.21	冀东水泥完成以分公司资产对合资公司的出资
2018.7.26	金隅集团、冀东水泥完成资产及股权过户

资料来源：Wind、华泰证券研究所

金隅集团分拆冀东水泥经过了如下历程：2016 年，金隅集团和冀东水泥曾协商进行资产重组。2017 年，鉴于内外部环境发生变化，为尽快解决冀东水泥的同业竞争问题，母子公司协商达成一致意见，对原资产重组方案进行修改。2017 年 12 月 19 日，冀东水泥首次发布公司公告，说明了修订后进行重组分拆流程的主要内容。此后，双方董事会、股东大会分别审议通过了相关方案，并经历了证监会核准批复、合资子公司设立、资产注入与股权过户等步骤。2018 年 7 月 26 日，母子公司最终完成资产及股权过户，重组分拆告一段落。

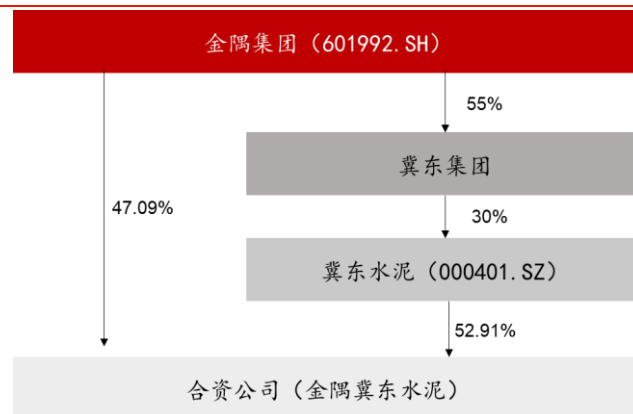
分拆前，冀东集团是冀东水泥的实际控制人，持股比例 30%，而金隅集团持有冀东集团 55% 的股权。金隅集团与冀东水泥通过成立合资公司的形式，集中管理水泥业务。金隅集团以其持股的金隅水泥等 10 家公司股权出资，冀东水泥以其持有的冀东水泥滦县等 20 家公司股权、冀东水泥唐山等 2 家分公司资产出资，合资成立唐山冀东水泥股份有限公司。在合资公司中，冀东水泥持股 52.91%，具有控股地位，而金隅集团持股比例 47.09%。通过重组分拆，水泥业务由原来分散于金隅集团、冀东水泥两家上市公司变更为由上市公司冀东水泥控股的合资公司单独集中运作，从而达到了业务分拆的效果。

图表21： 重组分拆前股权结构（2018 年）



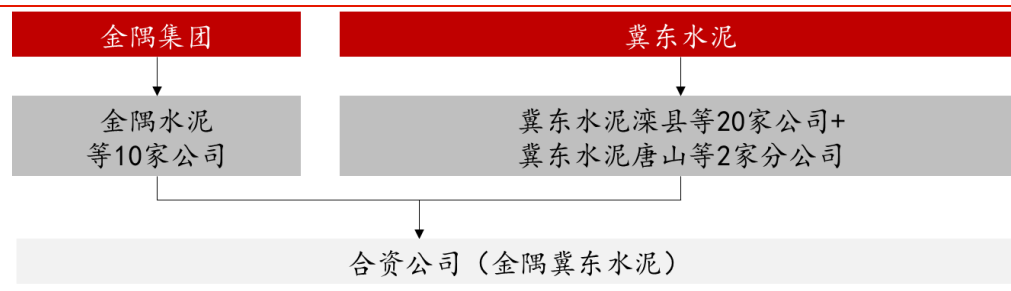
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表22： 重组分拆后股权结构（2018 年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

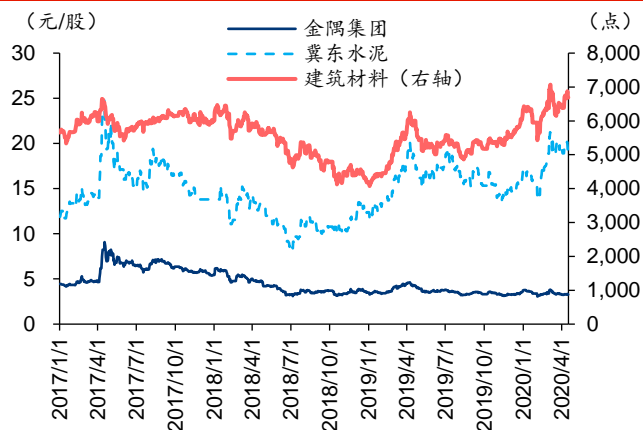
图表23： 重组分拆示意图



资料来源：Wind、华泰证券研究所

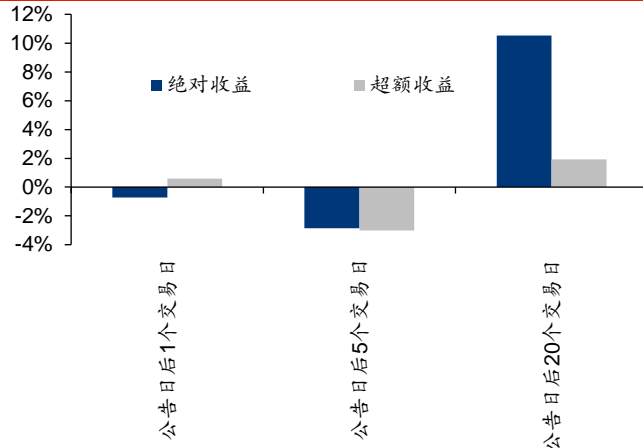
从短期股价表现看，市场较为看好重组分拆后冀东水泥的发展前景，但市场反应有一定的滞后性。2017 年 12 月 19 日，冀东水泥公布修改后的重组分拆方案，是第一次向市场公布相关信息。公告后 20 个交易日内，金隅集团一直处于停牌状态，因此我们主要从冀东水泥的股份变化判断短期市场预期。公告日后 1 个交易日、5 个交易日，冀东水泥的绝对收益均为负，分别为-0.71%、-2.85%，而 20 个交易日后，绝对收益由负转正，为 10.52%。从超额收益看，公告后 1 个交易日，冀东水泥获得了相对建筑材料行业的超额收益，为 0.58%；公告日后 5 个交易日，超额收益转为负值，为-3.02%；公告日后 20 个交易日，绝对收益再次由负转正，达到 1.93%。由此可见，股价对重组分拆信息的动态调整经历了一定的时间，但从公告日后 20 个交易日的调整结果看，市场较为看好本次资产重组，可能的原因在于对冀东水泥专业化经营的前景抱有期待。

图表24：金隅集团、冀东水泥、建筑材料行业指数的市场表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表25：冀东水泥公告重组分拆事项后的收益情况

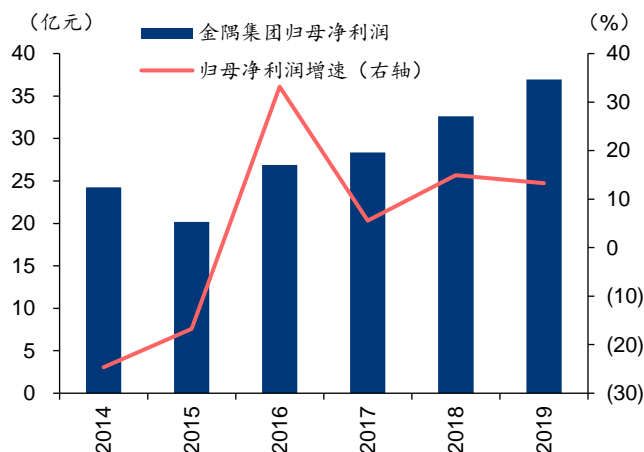


资料来源：Wind、华泰证券研究所

母子公司通过重组分拆实现了“双赢”。对于金隅集团而言，重组分拆并未对公司其他业务的发展造成负面影响，重组后的母公司净利润仍保持着稳定的增长态势。2017年，受水泥业务分拆的影响，金隅集团归母净利润增速较低；2018年，资产重组完成，金隅集团积极整合主营业务资源，获得了良好的业绩表现，归母净利润继续积累，为32.6亿元，yoy 14.94%。

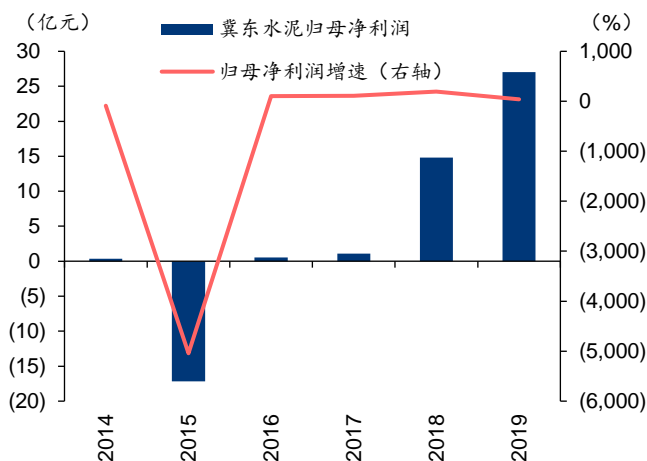
对于冀东水泥而言，水泥业务的注入显著提升了公司专业化经营的水平。2017年，冀东水泥仅实现净利润1.1亿元，随着2018年资产重组的完成，公司归母净利润上升至14.83亿元，增幅明显。2019年，公司专业化经营水平进一步提高，冀东水泥实现归母净利润27亿元，而重组前（2014-2017）冀东水泥净利润不到2亿元。由此可见，重组分拆达到了优化母公司资源配置、提高子公司专业发展水平的目的，同时有效避免了同业竞争。

图表26：金隅集团利润表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表27：冀东水泥利润表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

A 股分拆港股上市：以交通银行与交银国际为例

交通银行是中国第一家全国性的国有股份制商业银行。在经营管理过程中，交通银行打破了金融行业业务范围垄断，将竞争机制引入金融领域，同时引进资产负债比例管理，积极防范经营风险，建立了双向选择的新型银企关系，发展成为可以从事银行、保险、证券等业务的综合性商业银行。

交银国际是交通银行在香港设立的国际证券与资产管理的全资子公司，也是交通银行于香港仅有的知名证券及与证券相关的金融服务综合平台。交银国际主要为客户提供一站式证券及金融服务，并扩展全球业务。公司在香港下设交银国际（亚洲）有限公司、交银国际证券有限公司和交银国际资产管理有限公司三家子公司，分别从事投资银行、证券销售和资产管理等业务；此外，交银国际还在内地设有交银国际（上海）股权投资管理有限公司，从事境内人民币股权投资管理业务。

我们认为交通银行分拆交银国际赴港股上市主要基于融资需求和估值动机。一方面，分拆上市后交通银行的证券金融服务业务可以获得市场的更高估值，从而有助于实现股东利益最大化；另一方面，随着监管制度不断完善，银行再融资日益困难，通过分拆子公司单独上市，公司拓宽了融资渠道，从而有利于其进行资本运作。

2017 年，在经历了董事会审议、股东大会审议、证监会批准、联交所聆讯等流程后，交通银行分拆交银国际至香港联交所主板上市交易。

图表28：交通银行分拆交银国际至联交所主板上市流程

日期	程序
2016.8.26	交通银行召开第八届董事会第三次会议，审议批准分拆议案
2016.10.28	交通银行召开 2016 年第一次临时股东大会，审议批准分拆议案
2017.1.16	交银国际向联交所成交上市申请
2017.2.20	交通银行收到证监会对分拆上市事项的无异议函件
2017.4.19	交银国际就建议分拆上市向联交所提交聆讯后资料集，以供于联交所网站刊登
2017.5.19	交银国际股票正式在香港联交所主板买卖流通

资料来源：Wind、华泰证券研究所

分拆前，2016 年交通银行持有交银国际的股权比例为 100%；分拆后，2017 年中报显示，交通银行对交银国际持股比例下降到 73.14%，剩余 26.86% 的股权由其他股东分散持有。从股权结构看，分拆后交通银行仍然掌握交银国际的绝对控股权。

图表29：分拆上市前后交通银行与交银国际股权关系



资料来源：Wind、华泰证券研究所

短期股价表现看，市场并未对交银国际分拆上市给予积极反馈。2016 年 8 月 26 日，交通银行对外公布第八届董事会第三次会议的核心内容，是首次说明拟分拆交银国际境外上市的公告。公告后 3 个交易日、5 个交易日、20 个交易日，交通银行的绝对收益均为负，分别为-0.86%/-0.34%/-5.33%，此外，交通银行相对于银行申万指数的超额收益也为负，分别为-0.22%/-0.85%/-2.77%。

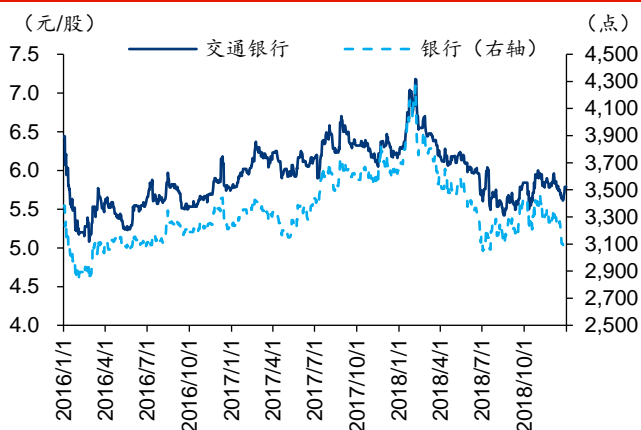
分拆上市的消息并未得到市场短期积极的反馈，可能的原因是：

其一，银行分拆上市是否能成功尚存在较大的不确定性。从程序看，成功完成分拆上市还取决于联交所及其他有关监管机构批准、董事会及交银国际董事会的最终决定、市场状况及其他因素；

其二，分拆上市后子公司将面临运营管理上的较大挑战。在银行的所有资产中，理财和信用卡部门一般是较好的分拆标的，此外投行、托管、互联网金融业务也有可能被分拆。从本质看，各部门的运营都离不开银行整体的运作，负责证券金融业务的交银国际从交通银行分拆出来并单独上市后，需要面对考核、人事等方面的重大变化，这一问题也构成了对交通银行及交银国际的一大考验；

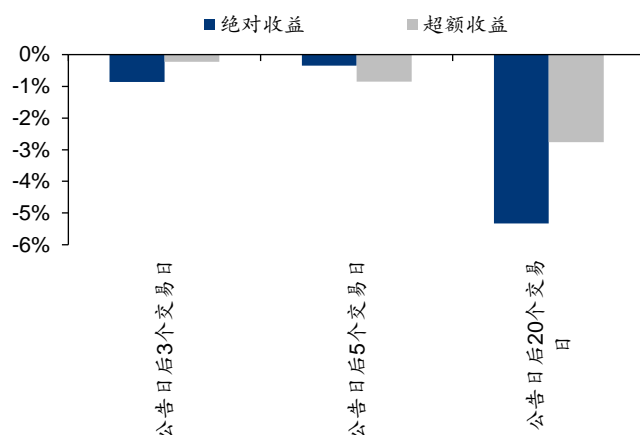
其三，分拆上市是银行再融资不得已的选择。由于监管趋严，银行分拆子公司上市可能并非基于业务整合和专业化发展的目的，而可能仅仅是一种资本运作的手段。

图表30：交通银行、银行指数市场表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

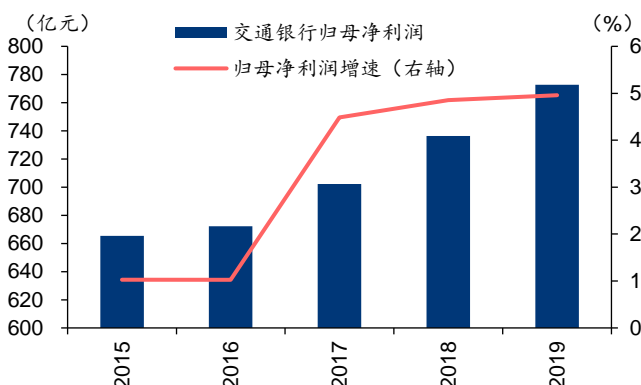
图表31：交通银行公告分拆事项后的收益情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

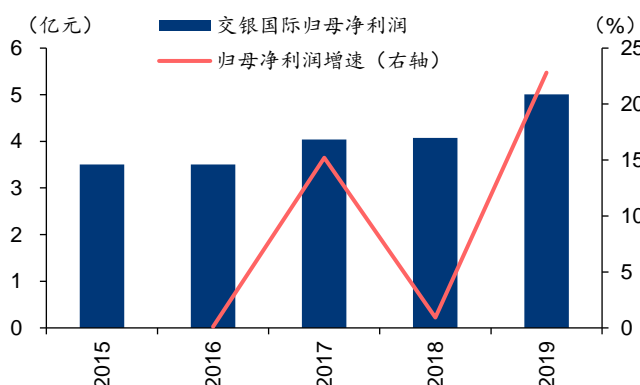
交通银行分拆交银国际后，母子公司业绩均表现良好。从交通银行业绩表现看，2017-2019 年，经过业务整合和聚焦发展，公司归母净利润稳步增长，上市后三年（2017-2019 年）归母净利润 CAGR 达到 4.8%，而 2014-2016 年 CAGR 则为 2.6%，相比分拆前近三年复合增速有较为明显的提升。从交银国际业绩表现看，2017 年公司在联交所上市后，2017-2019 年归母净利润 CAGR 达到 12.6%。

图表32：交通银行利润表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表33：交银国际利润表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

港股分拆 A 股上市：以石药集团与新诺威为例

石药集团是恒生指数编制 50 年来成份股中的首只医药股，在制药行业中处于领导地位。从业务范畴看，石药集团从事医药及相关产品的开发、生产和销售，拥有创新药、普药及原料药三大业务板块。从产品类别看，石药集团的成药产品包括抗生素、心脑血管用药、解热镇痛用药、消化系统用药、抗肿瘤用药和中成药等系列，原料药产品包括抗生素、维生素 C 及咖啡因系列等。

新诺威在上市前，是石药集团的全资子公司，专注于以咖啡因为代表的原料药、精神药和保健品的生产和销售。以咖啡因为主要构成的原料药、精神药品、食品添加剂和保健食品是公司的主要产品。此外，公司还提供技术研发、技术转让、技术咨询、技术推广服务，同时经营自产产品和技术的出口业务、原辅材料及相关设备的进口业务。

基于增强融资灵活性、推动集团公司保健产品业务发展的目的，石药拆分优势业务板块注入新诺威并在 A 股上市，这是石药集团运筹资本布局、助推产业升级的有力体现。

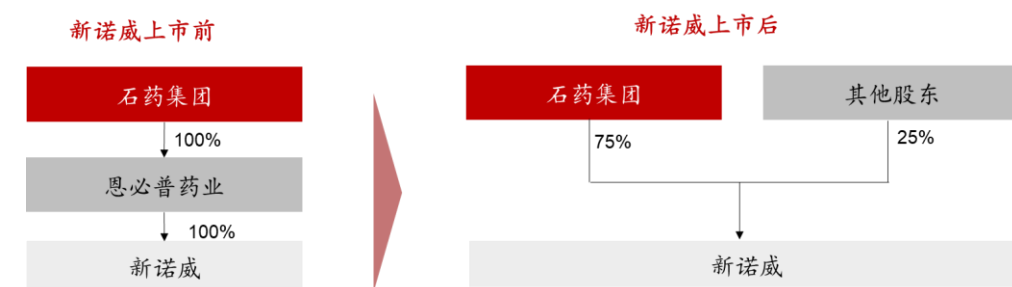
2017 年 4 月 18 日，公司首次发布公告，建议分拆新诺威赴深交所创业板上市。经过近 2 年的上市审核程序，2019 年 3 月 22 日，新诺威正式在深交所创业板上市交易。上市后，石药集团对新诺威的持股比例有所下降，为 75%，但仍保持绝对控股地位。

图表34： 石药集团分拆与新诺威 A 股上市流程

日期	程序
2017.4.18	石药集团就拟分拆新诺威境内上市的事项发布公告
2017.12.21	新诺威向证监会递交在创业板上市的申请
2017.12.27	新诺威获得证监会关于其在创业板膳食的受理通知
2018.12.11	新诺威在创业板建议首次公开发售以获证监会审核通过
2019.3.1	新诺威获证监会批准在 12 个月内公开发行不超过 5000 万股新股
2019.3.22	新诺威正式在深圳交易所创业板上市

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表35： 分拆上市前后石药集团与新诺威股权关系（2019 年）

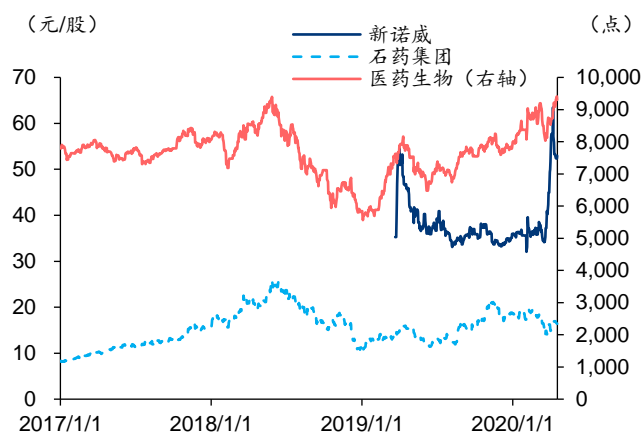


资料来源：Wind、华泰证券研究所

从短期股价表现看，石药集团分拆新诺威赴 A 股上市获得了市场的积极反馈。2017 年 4 月 18 日公司首次披露分拆上市后，石药集团绝对收益及超额收益表现均较好。从绝对收益看，公告后 1 个交易日、5 个交易日、20 个交易日，石药集团的股价涨幅分别达到了 3.26%/3.45%/8.25%，而相较于 A 股医药生物指数而言，石药集团也分别获得了 3.75%/2.78%/11.56% 的超额收益。这表明市场看好石药集团分拆优质业务回归 A 股后的发展前景，认为其在分拆后能更好地整合业务资源，集团的保健业务也将得到长足的发展。

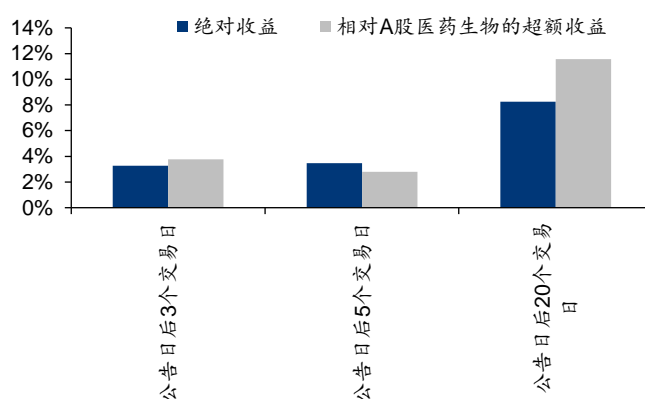
分拆上市后石药集团和新诺威均有较好的业绩表现。石药集团方面，2019 年业务分拆后，公司归母净利润增速虽然有所下滑，但仍在 20% 以上。新诺威方面，2019 年培育上市后，公司归母净利润水平迅速提高，2019 年归母净利润增速达到 22%，相比 2018 年提升 7 个百分点。

图表36：新诺威、石药集团、医药生物指数市场表现



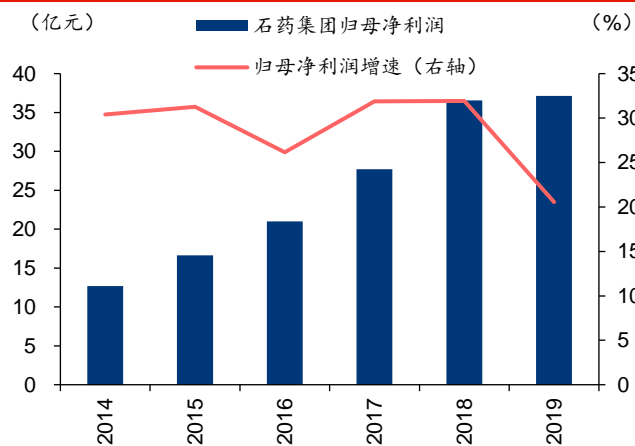
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表37：石药集团公告分拆上市事项后的收益情况



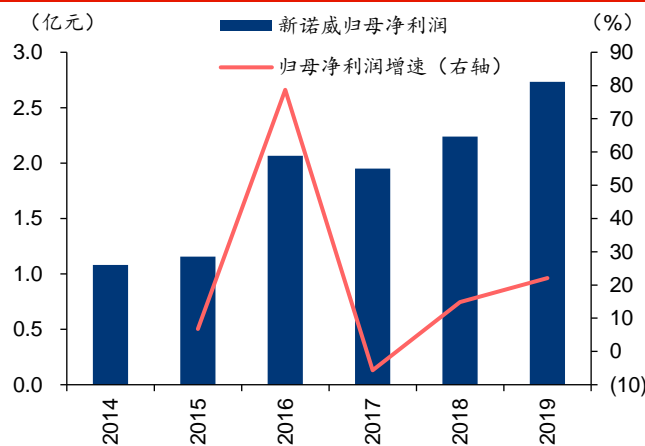
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表38：石药集团利润表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表39：新诺威利润表现



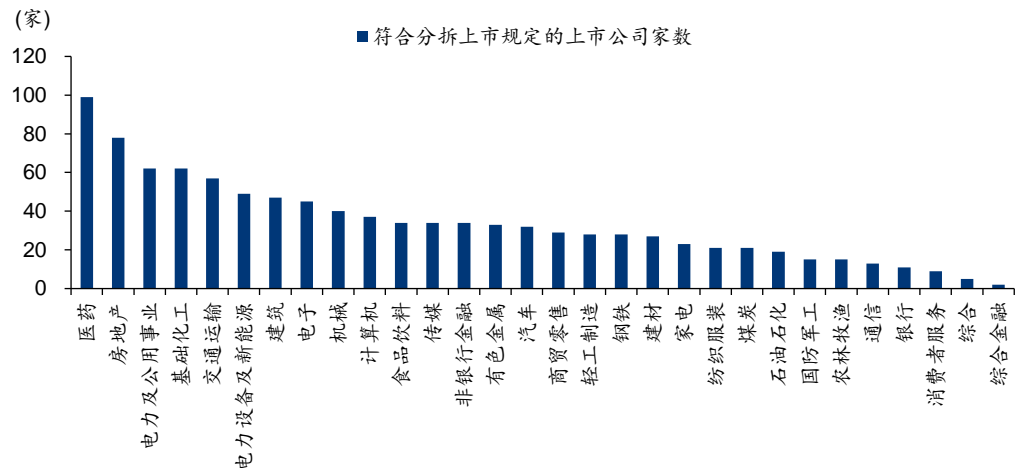
资料来源：Wind、华泰证券研究所

A 股分拆上市进展与投资机会

符合控股型分拆上市规定的 A 股公司分布

按照正式稿上市公司分拆境内上市的七大条件，符合“上市满三年”、“连续三年盈利且累计超 6 亿元”有 1060 家，考虑“36 个月内未受到证监会行政处罚、12 个月内未受到公开谴责且最近一年及一期财报审计意见为无保留意见”的上市公司后，剩余 1044 家，占全部 3843 家 A 股公司的 27%。此外，根据 2019 年年报披露的上市公司参控股情况明细，符合相关规定的上市公司约 1009 家，占全部 A 股公司的 21%。符合相关规定的上市公司主要分布在医药、地产、电力及公用事业、基础化工、交运、TMT、建筑等行业；公司性质看，国有企业占比约 45%。

图表40：符合分拆上市规定的上市公司家数行业分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

正式稿发布以来，A 股境内控股型分拆上市案例

2019 年 12 月境内控股型分拆上市正式稿出台后，截至 2020 年 5 月 26 日，累计新增拟分拆上市案例 26 宗，主要情况如下表所示。

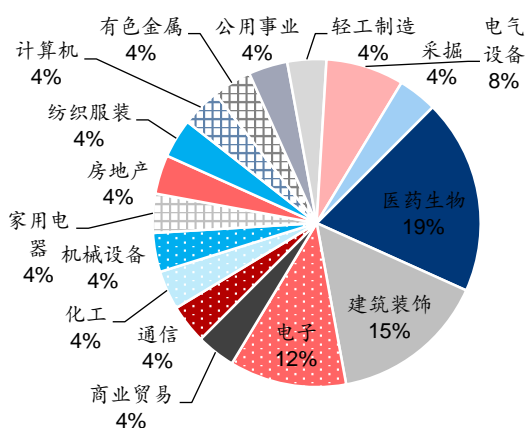
图表41：正式稿发布以来 A 股境内分拆上市案例共 26 宗

首次公告日期	证券代码	上市母公司	申万一级行业	公司属性	上市时间
2020-05-26	000661.SZ	长春高新	医药生物	地方国有企业	1996
2020-05-23	300118.SZ	东方日升	电气设备	民营企业	2010
2020-05-21	000723.SZ	美锦能源	采掘	民营企业	1997
2020-05-08	600535.SH	天士力	医药生物	民营企业	2002
2020-05-06	002717.SZ	岭南股份	建筑装饰	民营企业	2014
2020-04-30	601390.SH	中国中铁	建筑装饰	中央国有企业	2007
2020-04-29	002091.SZ	江苏国泰	商业贸易	地方国有企业	2006
2020-04-29	002396.SZ	星网锐捷	通信	地方国有企业	2010
2020-04-29	002004.SZ	华邦健康	化工	民营企业	2004
2020-04-25	002415.SZ	海康威视	电子	中央国有企业	2010
2020-04-22	002353.SZ	杰瑞股份	机械设备	民营企业	2010
2020-04-21	002007.SZ	华兰生物	医药生物	民营企业	2004
2020-04-18	002429.SZ	兆驰股份	家用电器	民营企业	2010
2020-04-03	600739.SH	辽宁成大	医药生物	地方国有企业	1996
2020-04-03	601186.SH	中国铁建	建筑装饰	中央国有企业	2008
2020-03-28	600067.SH	冠城大通	房地产	外资企业	1997
2020-03-26	603839.SH	安正时尚	纺织服装	民营企业	2017
2020-03-25	002411.SZ	延安必康	医药生物	民营企业	2010
2020-03-25	002152.SZ	广电运通	计算机	地方国有企业	2007
2020-03-14	600549.SH	厦门钨业	有色金属	地方国有企业	2002
2020-03-11	600167.SH	联美控股	公用事业	民营企业	1999
2020-03-03	002384.SZ	东山精密	电子	民营企业	2010
2020-02-28	600183.SH	生益科技	电子	公众企业	1998
2020-02-21	600210.SH	紫江企业	轻工制造	民营企业	1999
2020-01-09	600170.SH	上海建工	建筑装饰	地方国有企业	1998
2020-01-07	601727.SH	上海电气	电气设备	地方国有企业	2008

资料来源：Wind、华泰证券研究所

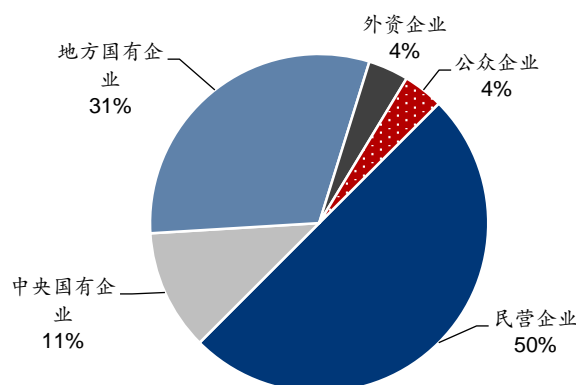
行业分布看，拟分拆上市的 26 宗案例母公司主要集中在医药、建筑、电子板块；公司性质看，拟分拆的母公司中民企、国企均占较大比重，国企中地方国企占比更高。民企分拆上市共 13 例，占比 50%，地方国企分拆上市共 8 例，占比 31%，此外，还有 3 例为中央国有企业，1 例为外资企业，1 例为公众企业。

图表42：A 股 26 宗新增拟分拆上市案例行业分布



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表43：A 股 26 宗新增拟分拆上市案例公司属性



资料来源：Wind、华泰证券研究所

经营情况看，拟分拆上市的 26 个母公司 2017-2019 年净利润规模合计在 50 亿元以下的居多，归母净利润 CAGR 大多超 10%。

图表44： 分拆上市公司归母净利润（扣非前后孰低计算）

公司名称	近三年归母净利润合计（亿元）	近三年归母净利润复合增长率（%）	近三年 ROE 均值（%）	近三年销售净利率均值（%）	2019 年资产负债率（%）
长春高新	34.43	54.12	21.05	27.23	30.77
东方日升	18.56	12.23	9.02	5.05	63.42
美锦能源	38.18	12.03	17.09	10.45	52.75
天士力	39.23	(5.23)	13.97	7.61	50.60
岭南股份	16.16	7.91	14.12	8.10	73.39
中国中铁	569.43	23.70	10.74	2.47	76.76
江苏国泰	27.35	20.45	13.18	3.84	52.40
星网锐捷	16.65	24.15	15.96	9.13	36.78
华邦健康	16.39	3.04	5.85	7.84	50.28
海康威视	331.78	18.70	32.65	22.28	39.66
杰瑞股份	20.44	124.24	7.78	12.11	39.22
华兰生物	32.44	18.04	20.70	36.27	9.22
兆驰股份	21.83	44.72	8.37	6.00	55.55
辽宁成大	34.18	8.24	5.69	7.55	41.50
中国铁建	541.90	13.00	11.10	2.64	75.77
冠城大通	17.73	9.22	7.97	9.41	64.46
安正时尚	8.57	8.65	11.88	16.57	26.56
延安必康	16.97	(25.14)	6.27	8.79	54.70
广电运通	23.28	(3.52)	8.86	16.65	30.14
厦门钨业	13.78	21.04	6.62	4.63	58.35
联美控股	38.30	31.56	20.82	44.19	35.45
东山精密	20.40	69.53	9.42	3.51	72.54
生益科技	35.24	24.64	18.18	10.35	39.79
紫江企业	14.82	30.20	11.15	5.79	52.07
上海建工	92.95	23.32	10.71	2.02	85.94
上海电气	91.77	19.33	5.48	5.43	67.35

资料来源：Wind、华泰证券研究所，近三年为 2017-2019 年

从上市公司与子公司的关系看，上市公司保持对子公司的控股地位，但从子公司净资产比例（子公司净资产占母公司净资产比重）、净利润比例（子公司净利润占母公司净利润比重）、高管结构（子公司董高及关联方持股比例）等方面看，母子公司保持着高度的独立性。

图表45： 分拆上市母公司与子公司关系

上市公司	子公司	持股比例	净资产比例	净利润比例	上市公司董高及关联方持股比例	子公司董高及关联方持股比例
长春高新	百克生物	46.15%	5.84%	5.79%	0.00%	28.95%
东方日升	江苏斯威克	70.84%	6.33%	8.70%	未超过 10%	未超过 30%
美锦能源	飞驰汽车	51.20%	2.64%	3.83%	0.00%	未超过 30%
天士力	天士力生物	92.37%	15.95%	-37.37%	未超过 10%	未超过 30%
岭南股份	恒润科技	90.03%	12.46%	14.81%	0.00%	0.00%
中国中铁	高铁电气	95.21%	0.28%	0.79%	0.00%	0.00%
江苏国泰	瑞泰新能源	100.00%	0.22%	22.98%	0.00%	0.00%
星网锐捷	锐捷网络	51.00%	18.43%	33.83%	0.00%	未超过 30%
华邦健康	凯盛新材	51.91%	7.82%	22.10%	0.04%	17.68%
海康威视	萤石网络	60.00%	-	-	-	-
杰瑞股份	德石股份	58.86%	5.75%	4.82%	0.00%	6.88%
华兰生物	华兰疫苗	75.00%	19.29%	32.69%	10.00%	10.00%
兆驰股份	兆驰光元	76.18%	8.97%	14.98%	6.51%	7.11%
辽宁成大	成大生物	60.74%	9.72%	36.39%	0.01%	4.35%
中国铁建	铁建重工	100.00%	3.39%	7.58%	0.00%	0.00%
冠城大通	大通新材	90.08%	8.31%	20.57%	9.92%	9.92%
安正时尚	礼尚信息	70.00%	3.03%	0.56%	0.70%	30.00%
延安必康	九九久科技	87.24%	13.33%	13.37%	0.00%	0.00%
广电运通	中科江南	46.00%	2.81%	8.06%	0.57%	28.81%
厦门钨业	厦钨新能源	53.00%	10.35%	16.10%	0.00%	不超过 30%
联美控股	兆讯传媒	100.00%	6.11%	12.07%	0.00%	0.00%
东山精密	艾福电子	56.25%	0.77%	0.62%	0.00%	20.53%
生益科技	生益电子	78.67%	21.87%	22.92%	不超过 10%	不超过 30%
紫江企业	紫江新材料	70.00%	2.13%	6.70%	8.00%	17.50%
上海建工	建工材料	100.00%	8.10%	10.79%	0.00%	0.00%
上海电气	电气风电	100.00%	3.75%	-2.74%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告、Wind、华泰证券研究所；注：持股比例为母公司持有子公司股权比例；净资产比例、净利润比例为子公司净资产、净利润占母公司净资产、净利润的比重；时间：截至分拆预案公布日最新披露数据

从 26 宗案例陈述的分拆目的看，分拆上市的主要原因有五点：

- (1) **进一步聚焦主业**：推动母公司聚焦主业发展，优化资产质量；
- (2) **拓宽融资渠道**：利用上市平台优势，可以进一步拓宽融资渠道；
- (3) **优化公司治理**：分拆上市有助于优化公司治理结构和法人治理结构，理顺集团业务架构，从而实现公司的共同愿景；
- (4) **股东利益最大化**：分拆上市将使公司核心业务获得市场的合理估值，从而有助于实现全体股东利益最大化，对于国企而言，更有助于实现国有资产的保值增值；
- (5) **提升子公司经营效率、市场竞争力**：通过分拆上市提升子公司经营效率，提高专业化经营水平，巩固核心竞争力；通过上市经营的方式，也能形成对子公司核心业务的激励机制，从而提高子公司管理层及员工工作的积极性，并推动科技创新。

一般地，分拆上市后，母公司、控股子公司业务将更加聚焦。通过分拆上市，上市公司分离其部分业务，二者在业务范围上互为补充，同时避免了同业竞争。

图表46： 分拆母子公司业务范围

上市母公司	所属行业	母公司业务范围（分拆后）	子公司	子公司业务范围
长春高新	医药生物	生物制药及中成药的研发、生产和销售，辅以房地产开发、物业管理及房产租赁等业务	物百克生物	从事人用生物疫苗的研发、生产和销售业务
东方日升	电气设备	专注于新能源、新材料事业，分拆后将更加专注于光伏电池组件、光伏电站等核心业务	江苏斯威克	发展太阳能封装胶膜业务
美锦能源	采掘	主要从事煤炭、焦化、天然气、氢燃料电池汽车为主的新能源汽车等商品的生产销售	飞驰汽车	主要从事以氢燃料电池汽车为主的新能源汽车的研发、生产与销售
天士力	医药生物	中药及化学药领域的科研、生产制备及营销	天士力生物	从事生物药产品的开发及商业化，聚焦心脑血管、肿瘤及自身免疫、消化代谢等治疗领域
岭南股份	建筑装饰	生态环境建设与修复、水务水环境治理、文化旅游	恒润科技	文旅主题项目高端装备及系统一体化服务供应商
中国中铁	建筑装饰	公司在基础设施建设、勘察设计与咨询服务、工程设备与零部件制造等领域处于行业领先地位，并开展房地产开发、物资贸易、基础设施投资运营、矿产资源开发及金融等相关多元业务	高铁电气	从事电气化铁路和城市轨道交通供电装备业务
江苏国泰	商业贸易	提供全供应链一站式增值服务	瑞泰新能源	锂离子电池电解液、添加剂、硅烷偶联剂等产品的研发、生产、销售业务
星网锐捷	通信	为客户提供包括软件、硬件以及服务为一体的综合性信息化解决方案，形成了以网络通信业务、云终端与云支付业务、数字娱乐业务、融合通信业务、车联网及无线通讯系统为核心业务的板块布局	锐捷网络	网络通信基础设施的研发、销售及服务，属于网络通信业务
华邦健康	化工	医药、农药、精细化工新材料、医疗服务、旅游投资运营	凯盛新材	精细化工产品 & 新型高分子材料的研发、生产和销售
海康威视	电子	视频产品和服务提供商，面向全球提供领先的视频产品、萤石网络专业的行业解决方案与内容服务	萤石网络	以智能视频与视觉技术为核心，通过互联网云计算、人工智能、机器视觉及控制等技术，打造可信赖的安全智能家居产品和物联网平台
杰瑞股份	机械设备	油气装备制造及技术服务、维修改造及贸易配件、环保服务	德石股份	石油钻井专用工具及设备的研发、生产、销售及租赁
华兰生物	医药生物	血液制品业务、疫苗制品业务	华兰疫苗	疫苗的研发、生产及销售
兆驰股份	家用电器	家庭视听类及电子类产品的研发、制造、销售与服务	兆驰光元	LED 器件及组件的研发、生产和销售
辽宁成大	医药生物	医药流通、医疗服务、金融投资、供应链服务（贸易）、能源开发	成大生物	人用疫苗的研发、生产和销售
中国铁建	建筑装饰	工程承包、勘察设计咨询、工业制造、物流与物资贸易	铁建重工	掘进机装备、轨道交通设备和特种专业装备的设计、研发、制造和销售
冠城大通	房地产	房地产业务、新能源业务	大通新材	电磁线的研发、生产和销售
安正时尚	纺织服装	中高档品牌时装的自主研发、生产、销售及品牌管理	礼尚信息	电子商务代运营
延安必康	医药生物	医药工业、医药商业	九九久科技	新能源、新材料及药物中间体的研发、生产和销售
广电运通	计算机	金融科技、公共安全、交通出行、文娱旅游、零售便民	中科江南	提供财政信息综合系统解决方案
厦门钨业	有色金属	钨钼、稀土业务、房地产业务	厦钨新能源	新能源电池功能性材料的研发、制造和销售
联美控股	公用事业	供热、供电、供汽、工程及管网	兆讯传媒	运营全国铁路车站数字媒体广告
东山精密	电子	印刷电路板、LED 器件、触控面板及 LCM 模组和通信设备组件等的研发、生产和销售	艾福电子	陶瓷介质射频器件的研发、生产和销售
生益科技	电子	覆铜板和粘结片的设计、生产和销售	生益电子	印刷电路板的研发、生产和销售
紫江企业	轻工制造	包装、快速消费品商贸、进出口贸易、房地产、创投	紫江新材料	新能源电池功能性材料的研发、制造和销售
上海建工	建筑装饰	建筑施工、设计咨询、建材工业、城市建设投资、房产开发	建工材料	预拌混凝土、预制构件等材料的生产销售
上海电气	电气设备	新能源与环保设备、高效清洁能源设备、工业装备、现代服务电气风电业	电气风电	风力发电设备设计、研发、制造和销售以及后市场配套服务

资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所

拟分拆的子公司大多尚未形成稳定的净利润规模，天士力生物、华兰疫苗、紫江新材料、电气风电近三年尚存在净利润为负的情形，其中天士力生物连续三年净利润为负。行业层面看，拟分拆子公司大多属于战略新兴产业；从子公司从事的业务类型看，一般具有较强的科技含量和创新属性，具有长期持续发展的价值，上市公司将相关业务分拆出来单独培育上市，在未来有望获得更好的估值和盈利表现。

图表47： 拟分拆上市公司净利润

上市公司	子公司	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	近三年合计
长春高新	百克生物	-	0.94	1.34	2.23	4.51
东方日升	江苏斯威克	-	0.78	0.72	1.20	2.69
美锦能源	飞驰汽车	-	-	0.32	0.37	-
天士力	天士力生物	-	-1.19	-0.60	-3.83	-5.62
岭南股份	恒润科技	-	1.22	1.40	0.69	3.30
中国中铁	高铁电气	-	0.71	0.77	1.48	2.96
江苏国泰	瑞泰新能源	-	2.25	1.08	2.49	5.82
星网锐捷	锐捷网络	-	3.49	3.50	4.05	11.05
华邦健康	凯盛新材	-	0.78	0.64	1.37	2.79
海康威视	萤石网络	-	-	-	-	-
杰瑞股份	德石股份	-	0.14	0.42	0.65	1.21
华兰生物	华兰疫苗	-	-0.77	2.70	3.75	5.69
兆驰股份	兆驰光元	-	1.36	1.84	2.23	5.44
辽宁成大	成大生物	-	9.14	10.32	11.85	31.31
中国铁建	铁建重工	-	11.37	16.07	15.30	42.74
冠城大通	大通新材	-	0.89	0.91	0.93	2.73
安正时尚	礼尚信息	0.15	0.31	0.63	-	1.09
延安必康	九九久科技	-	-	0.66	-	0.66
广电运通	中科江南	-	-	0.51	-	0.51
厦门钨业	厦钨新能源	-	3.19	1.52	-	4.70
联美控股	兆讯传媒	1.17	1.25	1.59	-	4.02
东山精密	艾福电子	-	-	0.05	-	0.05
生益科技	生益电子	0.42	1.40	2.15	-	3.97
紫江企业	紫江新材料	-0.04	0.17	0.29	-	0.42
上海建工	建工材料	2.47	2.56	3.00	-	8.03
上海电气	电气风电	-	0.21	-0.52	-	-0.31

资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所，单位：亿元

在上市板块的选择上，子公司主要选择在创业板、科创板上市。其中在创业板上市的有 15 家，占比最大，为 57.69%；在科创板上市的有 10 家，占比 38.46%；此外，有 1 家（大通新材）选择在上交所主板上市。

图表48： 上市公司及拟分拆子公司上市板块

上市公司	母公司上市板	子公司	分拆上市板块
长春高新	主板	百克生物	上交所科创板
东方日升	创业板	江苏斯威克	深交所创业板
美锦能源	主板	飞驰汽车	深交所创业板
天士力	主板	天士力生物	上交所科创板
岭南股份	中小企板	恒润科技	深交所创业板
中国中铁	主板	高铁电气	上交所科创板
江苏国泰	中小企板	瑞泰新能源	深交所创业板
星网锐捷	中小企板	锐捷网络	深交所创业板
华邦健康	中小企板	凯盛新材	深交所创业板
海康威视	中小企板	萤石网络	深交所创业板
杰瑞股份	中小企板	德石股份	深交所创业板
华兰生物	中小企板	华兰疫苗	深交所创业板
兆驰股份	中小企板	兆驰光元	深交所创业板
辽宁成大	主板	成大生物	上交所科创板
中国铁建	主板	铁建重工	上交所科创板
冠城大通	主板	大通新材	上交所主板
安正时尚	主板	礼尚信息	深交所创业板
延安必康	中小企板	九九久科技	深交所创业板
广电运通	中小企板	中科江南	深交所创业板
厦门钨业	主板	厦钨新能源	上交所科创板
联美控股	主板	兆讯传媒	深交所创业板
东山精密	中小企板	艾福电子	深交所创业板
生益科技	主板	生益电子	上交所科创板
紫江企业	主板	紫江新材料	上交所科创板
上海建工	主板	建工材料	上交所科创板
上海电气	主板	电气风电	上交所科创板

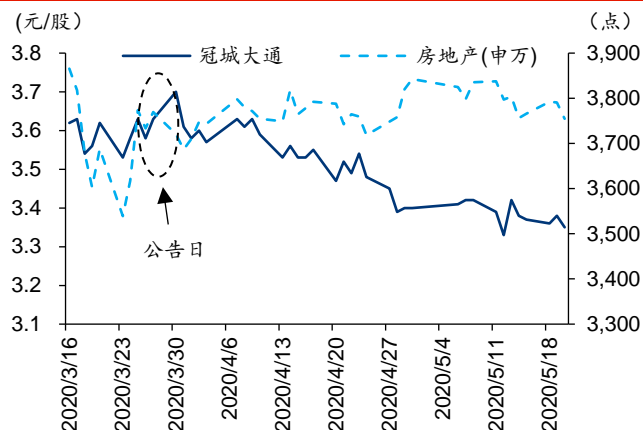
资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所

从短期的整体市场表现看，宣布控股分拆后，公司股价在一个交易日内小幅上涨。公告日后 1 个交易日，26 家公司绝对收益的平均值为 2.04%，其中 18 家公司股价上涨，占比 69%。相对于公司各自所属的一级行业，26 家公司超额收益的平均值为 2.16%，其中 19 家公司获得了正的超额收益，7 家公司股价表现不及行业平均。

然而，公告日后 5 个交易日、20 个交易日，拟分拆上市的母公司平均绝对收益和平均超额收益均由正转负。公告日后 5 个交易日，共有 23 家公司有对应的股价数据，平均绝对收益为-0.26%，其中 12 家公司股价下跌，占比 52%，而 11 家公司股价上涨。相对于一级行业，其超额收益平均值为-0.4%，其中 15 家公司表现不及行业平均，占比 65%，而 8 家公司获得超过行业平均的收益表现。由于部分公司宣布控股分拆的时间较晚，尚不存在公告日后 20 个交易日的的数据，我们仅对公告时间较早的 17 家公司的市场表现做分析。公告日后 20 个交易日，这 17 家公司股价表现的绝对收益的均值为-2.71%，其中 11 家公司绝对收益为负，占比 64.7%，而 6 家公司绝对收益为正。而相对于各自所属的一级行业，这 17 家公司的平均超额收益也为负(-1.22%)，其中 11 家公司表现不及行业，占比 64.7%。

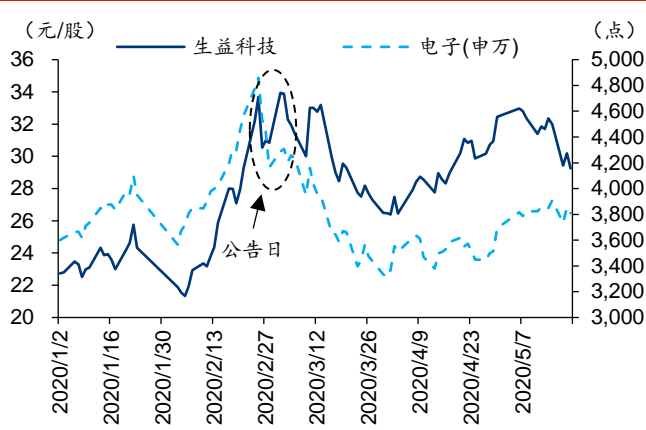
控股分拆并没有得到市场的积极反馈，可能的原因在于疫情冲击下，市场对母公司主营业务的负向预期大于对业务分拆后母公司积极整合资源的正向预期，此外，疫情也可能影响控股分拆的进度，由此带来更多的不确定性。

图表49：冠城大通股价表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表50：生益科技股价表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表51：公告日后上市公司市场表现及行业对比（截至 2020.5.26）

	公告后 1 个交易日		公告后 5 个交易日		公告后 20 个交易日	
	绝对收益	超额收益	绝对收益	超额收益	绝对收益	超额收益
长春高新	2.93%	0.66%				
东方日升	-7.33%	-6.85%				
美锦能源	-3.22%	-1.24%				
天士力	3.76%	3.13%	1.32%	-0.40%		
岭南股份	9.95%	8.82%	17.41%	17.04%		
中国中铁	3.17%	1.47%	1.58%	-1.51%		
江苏国泰	10.06%	11.17%	18.62%	18.50%		
星网锐捷	-2.40%	-1.61%	5.88%	-1.38%		
华邦健康	3.01%	2.92%	0.94%	-3.99%		
海康威视	-0.57%	1.42%	7.22%	2.29%	-5.08%	-10.52%
杰瑞股份	1.98%	1.29%	-7.50%	-4.87%	5.24%	5.88%
华兰生物	0.29%	1.17%	-18.87%	-17.93%	-16.40%	-17.96%
兆驰股份	2.71%	1.88%	-5.43%	-6.29%	18.10%	8.64%
辽宁成大	-1.83%	-2.87%	-5.96%	-11.16%	-7.21%	-15.10%
中国铁建	-1.73%	-0.70%	-2.95%	-2.81%	0.20%	-0.88%
冠城大通	1.93%	3.23%	-1.65%	-0.97%	-4.96%	-4.40%
安正时尚	2.68%	3.41%	-11.40%	-10.37%	-17.24%	-19.09%
延安必康	3.26%	-0.27%	-18.82%	-23.51%	-10.09%	-24.57%
广电运通	0.83%	-1.20%	-10.66%	-5.40%	38.72%	34.71%
厦门钨业	-0.66%	3.41%	-5.62%	0.44%	-5.37%	-0.51%
联美控股	10.01%	10.22%	0.32%	5.74%	10.09%	14.60%
东山精密	1.38%	0.94%	-5.61%	2.27%	-30.00%	-7.76%
生益科技	-0.45%	5.72%	3.00%	7.08%	-10.62%	11.04%
紫江企业	10.13%	8.98%	31.73%	31.20%	8.53%	19.01%
上海建工	1.40%	0.25%	-0.56%	-1.11%	-12.32%	-3.47%
上海电气	1.78%	0.71%	0.99%	-2.00%	-7.71%	-10.28%
平均值	2.04%	2.16%	-0.26%	-0.40%	-2.71%	-1.22%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

从中长期视角展望，控股分拆后母子公司的长期股价表现具有较大的不确定性。从目前已有的控股分拆案例看，A 股公司分拆子公司港股上市、港股公司分拆子公司 A 股上市后，不同公司的股价表现不尽相同。控股分拆的实践表明，公司收益表现具有一定的不确定性，与宏观环境、行业政策、公司分拆后的盈利能力及业绩表现、市场情绪等多重因素具有密切联系，不能一概而论。从 2019 年后宣布拟控股分拆的 26 宗案例看，其拟分拆的一般为具有较高科技含量的业务（如疫苗、新材料），或属于政策导向的新领域（如风力发电、新能源电池），具有较好的发展前景，即具有可持续性。因此，这类公司分拆上市后，经过一段时间的发展和培育，中长期母子公司有望获得优良的股价表现。

分拆上市的投资机会和投资策略

潜在投资机会

上市公司分拆，是资本市场优化资源配置的重要手段，利于母公司理顺业务架构、拓宽融资渠道、获得合理估值、完善激励机制，对更好地服务科技创新和经济高质量发展具有积极且深远的意义。我们在 2019 年 8 月 26 日发布的报告《境内分拆破冰，资本市场改革更进一步》中指出，分拆上市有望从三方面促进优质企业和资本市场发展：从资本市场功能的角度来看，允许分拆上市有利于提升直接融资比重，为实体经济“通渠”，使得支撑经济结构转型升级的优质企业能够在资金的支持下发展壮大，直接融资带来的生产活力，进一步通过盈利与股票市场形成共振；从资产流动性改善的角度来看，分拆上市有利于推动现金流充裕的头部上市公司增加对外投资，有益于提升制造业广义投资；从公司治理角度来看，分拆上市或使得上市公司更加专注主业，促进 A 股新陈代谢。

从投资机会看，主要有以下四条投资主线：

(1) 主线一，沿产业视角，建议关注医药、TMT、地产、电力及公用事业、基础化工、建筑、交运等拥有较多符合控股子公司分拆上市相关规定的上市公司的行业。中长期看，控制子公司分拆上市有利于母公司聚焦主业、拓宽融资、引入战略投资者以完善公司治理机制、增强员工股权激励、提高经营效率、改善资产负债表等，控股子公司的分拆上市后，母公司盈利往往可以获得进一步的增长。从并购重组角度看，2014-2016 年是 A 股市场并购重组大潮，该阶段 TMT 领域产生了大规模的并购重组事件，当前时点，TMT 领域中的部分公司收购的控股子公司经过 4-6 年的时间已经发展成为某一领域的优质资产，并符合分拆上市的条件。

(2) 主线二，沿混改视角，分拆上市是国企改革的重要途径之一，建议关注符合控股子公司分拆上市的央企和地方国企。例如按照国务院国资委关于国有企业改革发展的要求，中国铁建拟将旗下控股子公司铁建重工分拆上市至科创板。在当前我国大力推进国企改革、提高国企尤其是央企资产证券化率的大背景下，分拆上市不失为一种可行的路径，一方面央企集团、地方国企旗下拥有诸多优质的符合分拆上市标准的战略新兴企业，另一方面通过分拆上市有助于优化公司治理结构与国企资产结构，还有助于提高国企整体价值、实现国有资产的保值增值。

(3) 主线三，沿股权平台/类产业基金视角，建议关注类似企业孵化器模式、旗下控股众多子公司且业务大多独立的高新技术园区系和高校系的上市公司。高新技术园区系和高校系上市公司大多拥有较多控股子公司且业务协同度低、关联交易小，这类上市公司可通过分拆存量优质控股子公司有望实现更优的资源配置、获取更大的利益，同时还有利于激励这类公司利用上市平台，通过资本运作孵化优质资产，并通过分拆上市等途径逐步发展成为控股多家上市公司的股权投资集团。

(4) 主线四，券商股的投资机会。股权时代新周期来临，支持 A 股境内分拆上市是我国资本市场改革的重要举措，是券商板块的又一政策红利，头部券商尤其是投行业务能力较强的头部券商有望享受估值从 β 向 α 跨越。

投资机构投资策略探讨

我们认为公募基金可通过战略配售、投资上市公司等方式参与 A 股境内分拆上市，险资、社保基金等中长期资金可通过股权基金投资潜在分拆上市项目、战略配售、投资上市公司等途径参与到分拆上市之中，PE/VC 可投资上市公司潜在分拆上市项目。

公募基金通过战略配售方式参投，是分享分拆上市企业发展收益的可行路径之一。战略配售投资过程中，一方面需要根据参投项目所属行业的发展阶段、市场竞争格局、技术和商业模式演进及趋势、行业未来发展空间等进行估值和定价，另一方面还需要考虑投资风险。

保险资金、社保基金等中长期资金除战略配售外，通过股权基金投资潜在分拆上市项目也是重要路径之一。

风险提示

分拆上市推进不及市场预期；控股子公司分拆上市后业绩不及市场预期；宏观经济大幅下行风险；中美贸易摩擦再度升级风险等。

免责声明

分析师声明

本人，张馨元，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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“华泰证券研究所”，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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张馨元本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司