

分拆上市能否创造价值？

——分拆上市的动机、路径及影响

策略深度

- ◆ 2019年12月证监会正式发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，标志着A股市场分拆上市破冰。今年以来，已经有20多家上市公司陆续公告拟分拆子公司上市的预案。怎么理解分拆上市？企业有什么动机进行分拆上市？分拆上市对相关公司的业绩和股价分别有什么影响？我们将结合案例，分析分拆上市的意义。
- ◆ **并购和分拆上市都是企业资产重组的方式，但代表两种不同的战略。**通过并购，上市公司可以拓宽产业链，在更大的平台上实现协同效应；而分拆上市则是资产剥离的手段，分拆与主业相关性不强的业务，不仅有利于聚焦主业、提高经营效率，也拓宽了公司的融资渠道。
- ◆ **新规对分拆上市的要求仍然严格。**对比中国香港、美国，监管对申请分拆上市的母、子公司业务独立性有严格要求，避免拖累母公司盈利和股东权益，但设定门槛不高，分拆上市更多是企业的自主决策行为。在A股市场，如果只按照证监会新规中的利润标准做筛选，截至2020年5月底，全部A股公司符合要求的数量约1200家，数量占比约三分之一，再加上其他限制条件，达到标准的公司数量更少。
- ◆ **对子公司来说**，单独上市直接对接资本市场，有助于拓宽融资渠道，管理层得到有效激励，实现向股东的转变。在美股市场，子公司上市三年内股价表现较好，A股市场则相反。2003~2019年，彭博分拆指数累计上涨651%，同期标普500指数上涨267%。
- ◆ **对母公司来说**，控制权不变的分拆上市不会影响合并报表投资收益和公允价值变动损益，分拆上市当年，母公司利润反而可能因为持股比例被稀释而下滑。因此母公司选择分拆上市，更多是出于对公司治理和长期战略层面的考虑。
- ◆ **有动力进行分拆上市的公司有几种类型：**第一，公司资产庞大、业务多元，存在一定债务压力，旗下拥有盈利能力强、处在成长期的子公司；第二，孵化型平台公司，例如腾讯，股权投资组合分布社交、娱乐、金融支付、电商、教育等领域，子公司上市后，母公司可以选择退出持股、获取投资收益；第三，有国企改革诉求的公司，例如混改重点行业电力、铁路、石油、军工等。
- ◆ **我们借助发生在A股、港股和纳斯达克市场的分拆上市案例，理解分拆上市的影响：**1) 是否保留控制权，对公司长期发展的意义有较大差别；2) 母公司倾向选择盈利能力强的业务作分拆，子公司上市后被市场认可，获得较高估值；3) 母公司发起分拆上市的目的可能是缓解财务负担、或者释放子公司价值；4) 投资者更看重分拆母子公司的长期发展，公司估值不会因为阶段性的投资收益出现明显抬升。
- ◆ **风险提示：**公司可能借助分拆上市手段进行利益输送。

分析师

谢超（执业证书编号：S0930517100001）
 010-56513031
 xiechao@ebcn.com

李瑾（执业证书编号：S0930518100001）
 010-56513142
 lijn@ebcn.com

联系人

黄亚铷
 021-52523815
 huangyr@ebcn.com

黄凯松
 021-52523813
 huangkaisong@ebcn.com

目录

1、 分拆和并购是不同的战略选择	5
2、 A 股新规对分拆上市的要求仍然严格	8
3、 分拆上市对子公司的影响	12
4、 分拆上市对母公司的影响	13
5、 分拆上市案例分析	16
5.1、 间接分拆上市、利用资产剥离平滑盈利表现：中兴通讯分拆国民技术	16
5.2、 扩大融资渠道：新浪分拆微博	20
5.3、 价值释放、增强业务协同：保利地产分拆保利物业	24
6、 风险提示	26

图表目录

图 1：并购以小市值公司为主	6
图 2：分拆上市以大市值公司为主	6
图 3：公告分拆预案的上市公司属性	8
图 4：母公司将子公司 B 分拆上市	8
图 5：母公司分立子公司 B	9
图 6：分拆指数、新股指数相对标普 500 指数表现	13
图 7：分拆上市前后母公司对子公司的控制权变化	14
图 8：中兴通讯股价及估值表现	17
图 9：中兴通讯投资收益规模（单位：亿元）	18
图 10：中兴通讯资产负债率、总资产周转率	18
图 11：中兴通讯净利增速、ROE	18
图 12：国民技术资产负债率、总资产周转率	19
图 13：国民技术净利润增速、ROE	19
图 14：国民技术股价表现	20
图 15：新浪股价表现	21
图 16：新浪营业收入规模	21
图 17：新浪营业收入拆分	22
图 18：新浪营业收入拆分	22
图 19：新浪资产负债率、净利润增速	22
图 20：新浪销售净利率、ROE	22
图 21：微博活跃用户数	23
图 22：微博营收和净利润表现	23
图 23：微博净资产收益率	23
图 24：微博股价表现	23
图 25：保利地产股价及市净率表现	24
图 26：保利地产营业收入和净利润表现	25
图 27：保利地产主要盈利指标	25
图 28：保利物业营收和净利润表现	25
图 29：保利物业 2019 年主要盈利指标	25
图 30：保利物业股价表现	25
表 1：2020 年宣布拟分拆的上市公司	5
表 2：监管发布 A 股市场分拆上市规则	6
表 3：2019 年新规分拆上市需要满足的 7 个条件	7
表 4：分拆上市与分立的主要区别	9
表 5：在 A 股市场实现间接分拆上市	9

表 6：分拆子公司到港交所上市.....	10
表 7：中国香港、美国分拆上市规定对比.....	11
表 8：在 A 股市场实现间接分拆上市的案例（不完全统计）.....	13
表 9：2020 年宣布拟分拆上市公司股价表现	14
表 10：不同分拆上市类型的会计处理	15
表 11：中兴通讯在国民技术上市前持股比例下降.....	16
表 12：以参股形式实现间接分拆的公司持股比例大幅下降.....	20

2019年12月证监会正式发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，标志着A股市场分拆上市破冰。今年以来，已经有20多家上市公司陆续公告拟分拆子公司上市的预案。怎么理解分拆上市？企业有什么动机进行分拆上市？分拆上市对相关公司的业绩和股价分别有什么影响？我们将结合案例，分析分拆上市的意义。

表 1：2020 年宣布拟分拆的上市公司

预案发布时间	证券代码	证券简称	市值(亿元)	拟分拆子公司	子公司拟上市板
2020.02.20	600210.SH	紫江企业	64.16	紫江新材料	科创板
2020.02.27	300244.SZ	迪安诊断	154.80	凯莱谱	——
2020.03.02	002384.SZ	东山精密	391.84	艾福电子	创业板
2020.03.10	600167.SH	联美控股	350.08	兆讯传媒	创业板
2020.03.13	600549.SH	厦门钨业	163.80	厦钨新能源	科创板
2020.03.24	002152.SZ	广电运通	285.95	中科江南	创业板
2020.03.25	002411.SZ	延安必康	109.41	九九久科技	创业板
2020.04.02	601186.SH	中国铁建	1,211.30	铁建重工	科创板
2020.04.03	600739.SH	辽宁成大	256.84	成大生物	科创板
2020.04.15	601727.SH	上海电气	666.71	电气风电	科创板
2020.04.16	600183.SH	生益科技	632.78	生益电子	科创板
2020.04.17	002429.SZ	兆驰股份	224.54	兆驰光元	创业板
2020.04.20	002007.SZ	华兰生物	766.42	华兰疫苗	创业板
2020.04.20	603839.SH	安正时尚	51.21	礼尚信息	创业板
2020.04.20	600067.SH	冠城大通	50.43	大通新材	主板
2020.04.21	002353.SZ	杰瑞股份	247.61	德石股份	创业板
2020.04.21	600170.SH	上海建工	274.26	建工材料	主板
2020.04.24	002415.SZ	海康威视	2,652.11	萤石网络	深交所
2020.04.28	002091.SZ	江苏国泰	89.59	瑞泰新能源	创业板
2020.04.28	002004.SZ	华邦健康	99.59	凯盛新材	创业板
2020.04.28	002396.SZ	星网锐捷	191.14	锐捷网络	创业板
2020.04.30	601390.SH	中国中铁	1,304.72	高铁电气	科创板
2020.05.05	002717.SZ	岭南股份	74.93	恒润科技	创业板

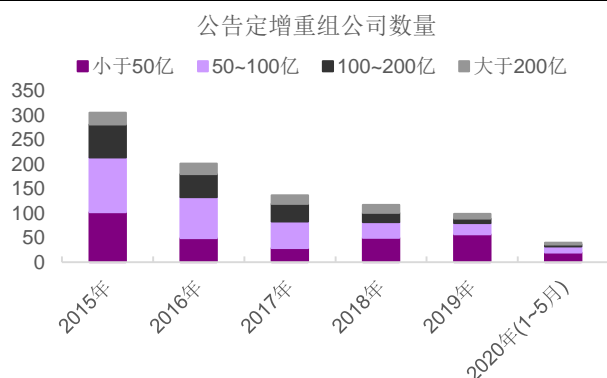
资料来源：wind、光大证券研究所

1、分拆和并购是不同的战略选择

并购和分拆上市是两种不同的公司战略。并购和分拆上市都是企业进行资产重组的方式，通过并购，上市公司可以拓宽产业链，在更大的平台上实现协同效应；而分拆上市则是资产剥离的手段，分拆与主业相关性不强的业务，不仅有利于聚焦主业、提高经营效率，也拓宽了公司的融资渠道。

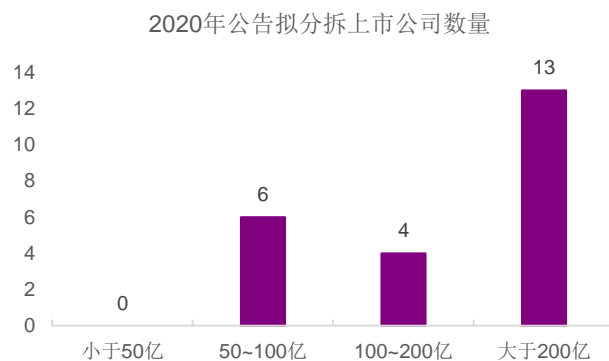
观察上市公司资产整合案例可以发现：进行并购的多数是希望做大做强的市值公司，2015 年以来，在公告通过定增重组实现资产注入和资产收购的上市公司中，有约 70% 的公司市值低于 100 亿元；进行分拆上市的则多数是希望聚焦主业的大市值公司，在今年公告拟分拆上市的 22 家公司中，17 家公司市值超过 100 亿元、13 家市值超过 200 亿元。

图 1：并购以小市值公司为主



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：分拆上市以大市值公司为主



资料来源：Wind，光大证券研究所

过去发生在 A 股市场的并购事件非常普遍，但监管对分拆上市一直有严格限制。因为隐藏在分拆背后的母公司“空心化”、利益输送等问题，会损害中小股东利益。在 A 股市场，分拆上市已经有先例，证监会 2004 年发布《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》、2010 年 4 月召开“创业板发行监管业务情况沟通会”，分别设定上市公司子公司到境外和创业板上市的规则。但在后续 2010 年 11 月的证监会保代培训上，又将创业板分拆上市解读为“争议较大，操作性不强，需从严把握”，所以过去 A 股市场实现分拆上市的案例数量非常少，并且都在母公司失去对子公司的控制权后才能实现，有分拆上市需求的公司基本都把目标定在中国香港、海外或新三板市场。

表 2：监管发布 A 股市场分拆上市规则

2004 年分拆至境外上市条件	2010 年分拆至创业板上市条件
(1) 上市公司在最近 3 年连续盈利。 (2) 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。 (3) 上市公司最近 1 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%。 (4) 上市公司最近 1 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%。 (5) 上市公司与所属企业不存在同业竞争，且资产、财务独立，经理人员不存在交叉任职。 (6) 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%。 (7) 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。 (8) 上市公司最近三年无重大违法违规行为。	(1) 上市公司最近三年盈利，业务经营正常。 (2) 上市公司公开募集资金未投向发行人项目。 (3) 发行人净利润占上市公司净利润不超过 50%。 (4) 发行人净资产占上市公司净资产不超过 30%。 (5) 发行人与上市公司不存在同业竞争，且上市公司出具未来不竞争承诺。 (6) 上市公司及下属企业董、监、高及亲属持有发行人发行前股份不超过 10%。

资料来源：证监会，光大证券研究所

2019 年起资本市场改革步伐加快，分拆上市破冰。科创板试点注册制迅速落地，“深改 12 条”设定资本市场改革战略方向、要素市场化改革开启，资本市场的战略地位得到确认。在欧美资本市场，上市公司实施分拆上市已经是比较普遍的做法，适当放松监管限制、完善上市公司资产运作方式是资

本市场制度改革的一部分，2019 年 12 月，证监会正式发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，放开 A 股市场分拆上市。

新文件对拟实施分拆上市公司的要求，基本延续了 2004 年分拆至境外上市、2010 年分拆至创业板上市的规定，并在此前基础上，增加了对母公司上市年限、盈利规模、并购资产年限的限制。上市公司进行分拆需要符合：1) 上市满 3 年；2) 最近 3 年连续盈利，扣除按权益享有的子公司利润部分，3 年归母净利润累计不低于 6 亿元；3) 最近 1 个会计年度按权益享有的拟分拆子公司净利润不超过上市公司归母净利润的 50%、享有子公司净资产不超过上市公司总资产的 30%。4) 上市公司董事、高级管理人员及关联方持有拟分拆子公司股份不超过其分拆上市前的 10%，子公司董事、高级管理人员及关联方持有股份不超过 30%。5) 将通过重大重组或发行股份及募集资金获得的业务或资产，作为主要资产分拆上市需要满 3 年。

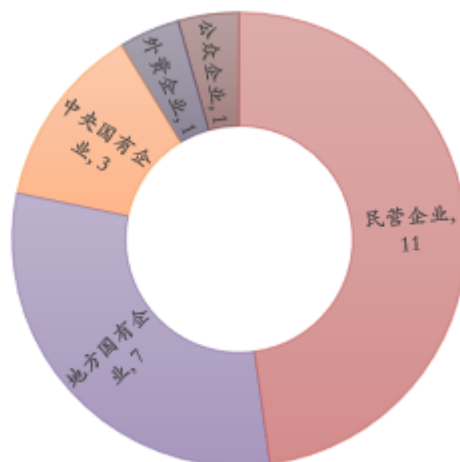
表 3：2019 年新规分拆上市需要满足的 7 个条件

条件	具体规定
上市年限	上市公司股票境内上市已满 3 年。
盈利能力	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）。
享有子公司净利润和净资产规模占比	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子公司的净利润不得超过归属于上市公司股东的净利润的 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子公司净资产不得超过归属于上市公司股东的净资产的 30%。
上市公司合规	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。
重组资产满 3 年可拆分	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子公司的主要业务和资产，但拟分拆所属子公司最近 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。 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子公司的主要业务和资产。 所属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、子公司管理层持股比例	上市公司董事、高级管理人员及其关联方持有拟分拆所属子公司的股份，合计不得超过所属子公司分拆上市前总股本的 10%。 上市公司拟分拆所属子公司董事、高级管理人员及其关联方持有拟分拆所属子公司的股份，合计不得超过所属子公司分拆上市前总股本的 30%。
独立性	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。本次分拆后，上市公司与拟分拆所属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，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。

资料来源：证监会、光大证券研究所

分拆上市丰富了国有企业改革的手段。分拆上市可以为国企引入战略投资者、进行混改提供平台基础，有助于激发标的公司动力，提高治理水平，实现“国有资产保值增值”的目标。在今年公告分拆上市预案的 23 家上市公司中，有 10 家国有企业，其中央企 3 家，地方国企 7 家。

图 3：公告分拆预案的上市公司属性



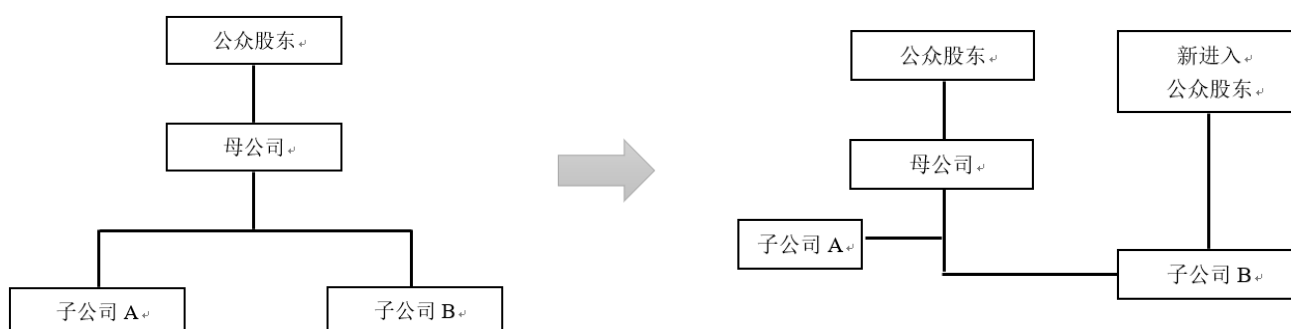
注：数据截至 2020 年 5 月底

资料来源：Wind，光大证券研究所

2、A 股新规对分拆上市的要求仍然严格

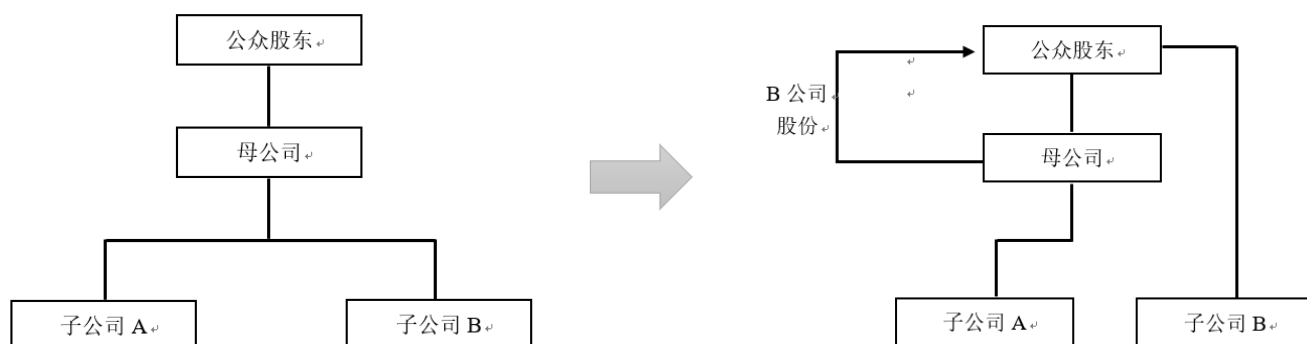
关于子公司独立经营，很多研究混淆了分拆上市（Equity Carve Outs）和分立（Spin Offs），这其实是两个不同的概念。分拆上市和分立的第一步，都是上市公司拆解一部分业务、形成新的股份公司，不同之处在于，分立是指子公司将发行的股份全部按比例转移给母公司股东，不向公众发行新股融资，之后母子公司相互独立，不再具有控制和被控制关系。而严格意义上的分拆上市是指子公司公开发行股票并上市，母公司保留对子公司的控制权，成为新上市公司的控股股东。

图 4：母公司将子公司 B 分拆上市



资料来源：光大证券研究所整理

图 5：母公司分立子公司 B



资料来源：光大证券研究所整理

表 4：分拆上市与分立的主要区别

	分拆上市	分立
股权结构	母公司保持对子公司的控股/实际控制地位	母公司失去对子公司的控制权
融资情况	子公司融资行为产生资金流入； 母公司可以通过出售子公司流通股份融入资金	母子公司均不产生现金流

资料来源：徐聪,《我国上市公司分拆上市法律制度研究》、光大证券研究所整理

目前 A 股市场还没有符合严格定义的分拆上市案例，部分上市公司在实施股权转让放弃对子公司的控制权后，实现了间接的分拆上市，或者直接分拆子公司到港交所上市。

表 5：在 A 股市场实现间接分拆上市

A 股上市母公司	A 股上市子公司	子公司上市日期
轻纺城	会稽山	2014-08-25
渝三峡 A	北陆药业	2009-10-30
中兴通讯	国民技术	2010-04-30
振华重工	华伍股份	2010-07-28
南玻 A	金刚玻璃	2010-07-08
洪都航空	中航电测	2010-08-27
德美化工	奥克股份	2010-05-20
康恩贝	佐力药业	2011-02-22

资料来源：wind，光大证券研究所

表 6：分拆子公司到港交所上市

A 股上市母公司	港股上市子公司	子公司上市日期
同仁堂	同仁堂科技	2000-10-31
江西水泥	宝德科技集团	2002-12-12
友谊股份	联华超市	2003-06-27
海王生物	海王英特龙	2005-09-12
新疆天业	天业节水	2006-02-28
同方股份	同方泰德	2011-10-27
用友软件	畅捷通	2014-06-26
江河创建	承达集团	2015-12-29
杉杉股份	富银融资股份	2017-05-23
复星医药	复锐医疗科技	2017-09-19
交通银行	交银国际	2017-05-19
海通证券	海通恒信	2019-06-03
杉杉股份	杉杉品牌	2018-06-27
江河集团	梁志天设计集团	2018-07-05
中集集团	中集车辆	2019-07-11
泰格医药	方达控股	2019-05-30

资料来源：wind，光大证券研究所

未来上市公司将有更多机会在不改变控制权的情况下，在内地直接分拆上市。2019 年 12 月证监会发布的《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》中，分拆上市被界定为“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”。从今年宣布拟分拆的 23 家公司看，分拆上市前后，母公司对子公司的控制权不变。

对比中国香港、美国两个地区的监管规则，香港分拆上市规定主要参考联交所《第 15 项应用指引——有关发行人呈交的将其现有集团全部或部分资产或业务在本交易所或其他地方分拆作独立上市的建议之指引》；美国没有专门针对分拆上市的规则文件，相关规定可以参考证券法、税法、证监会和交易所。在香港和美国市场，监管对申请分拆上市的母、子公司业务独立性都有严格要求，避免拖累母公司盈利能力和股东权益，但设定的门槛不高，分拆上市更多是企业的自主决策行为，例如美国要求分拆上市子公司满足一般上市条件、香港要求母公司过去 3 年累计净利润达到 5000 万港元（A 股是人民币 6 亿元）。

在 A 股市场，如果只按照证监会新规中的利润标准做筛选，截至 2020 年 5 月底，全部 A 股公司符合要求的数量约 1200 家，数量占比约三分之一，再加上其他限制条件，达到标准的公司数量更少。

表 7：中国香港、美国分拆上市规定对比

国家/地区	规定
中国香港	<p>1、新公司需要满足上市标准。</p> <p>2、母公司最初上市后的 3 年内不得作分拆上市。</p> <p>3、母公司经分拆后余下业务。</p> <p>新公司上市后，母公司保留有足够的业务运作及相当价值的资产，以支持其分拆作独立上市的地位。</p> <p>母公司需要达到的盈利标准包括：1) 在提出分拆上市前连续 3 个财政年度的盈利/亏损合计后的纯利，不得少于 5000 万港元，如未能达到这个标准，则；2) 在提出分拆上市前连续 4 个财政年度中，其中任何 3 个财政年度的盈利/亏损合计后的纯利，不得少于 5000 万港元，如未能达到这个标准如未能达到这个标准，则；3) 在提出分拆上市前连续 5 个财政年度中，其中任何 3 个财政年度的盈利/亏损合计后的纯利，不得少于 5000 万港元。在后两种情况下，母公司必须证明，没有将盈利/亏损计算在 5000 万港元最低纯利内的财政年度，其盈利/亏损是受到市况大幅逆转影响。</p> <p>有关的盈利/亏损指母公司的股东应占盈利/亏损（不包括母公司在新公司的权益），并应扣除母公司日常业务以外的业务所产生的收入或亏损。</p> <p>4、考虑分拆上市申请时所采用的原则</p> <p>上市委员会考虑分拆上市申请的原则：1) 由母公司及新公司分别保留的业务应予以清楚划分。2) 新公司的职能应能独立于母公司，新公司在董事职务及公司管理、行政能力等方面有独立性，母公司及新公司两者之间持续进行的以及未来的关联交易，应按照相关豁免规定适当进行。3) 对母公司及新公司而言，分拆上市的商业利益应明确清楚，并在上市文件中详尽说明。4) 分拆上市应不会对母公司股东的利益产生不利影响。</p> <p>5、分拆上市建议须获得股东批准</p> <p>1) 根据《上市规则》及在适用关联交易的条文的情况下，若有关交易的任何百分比率计算达 25% 或 25% 以上，须获股东批准。2) 本交易所认为，分拆上市建议如属于上述 1) 情况，必须寻求获得母公司的股东批准，此外，如控股股东在有关建议中占有重大利益，则该控股股东及其联系人均须放弃其表决权。3) 在向股东发出通函中，必须载有分拆上市之详情及分拆上市对母公司的影响。委任的独立财务顾问不能同时担任新公司的保荐人或联系保荐人或包销商。4) 在任何情况下，如控股股东在面向大多数小股东反对下投票通过分拆上市建议，则有关独立财务顾问须就在有关股东大会上所作出的讨论向本交易所提交报告。</p> <p>6、保证获得新公司股份的权利</p> <p>上市公司委员会要求母公司向其现有股东提供一项保证，使他们能获得新公司股份的权力，以适当考虑现有股东的利益，方式可以是向他们分派新公司的现有股份，或是在发售新公司的现有股份或新股份中，让他们可优先申请认购有关股份。至于新公司中拨作保证他们获得股份权力部分的比例，由母公司董事与其顾问决定，并且母公司全体股东将会获得同等对待。因此，控股股东据此收取其应得比例的股份不受限制。如新公司的建议上市地点不在香港，而在这保证的权利项下可获得的新公司股份，仅可通过在香港公开发售的方式提供予母公司的现有股东，则有关公司需作出陈述，解释有关保证权利的规定为何不符合母公司或其股东的利益，以供上市委员会考虑。</p>
美国	<p>1、证券法涉及分立/分拆上市的相关规定</p> <p>主要通过公司法上的股东表决权、董事责任规定以及证券法上的信息披露制度，保护股东利益。</p> <p>通过公司法上的股利分配规则、联邦破产法和各州财产欺诈转移法等相关规则，保护债权人利益。</p> <p>2、税法涉及分立/分拆上市的相关规定</p> <p>美国税法对分立的影响，使美国公众公司进行分立时，母公司通常在 2 年内保持对子公司的控股地位，而后将这些股份按比例分配给母公司股东。这种分拆上市模式的商业合理性在于：对母公司股东而言，当公司把旗下公司分拆给他们时，股东对子公司的价值了解有限，可能有股东不愿意接受分拆，而先把子公司的部分股权分拆上市，就可以使子公司的价值在资本市场上被充分挖掘，如果子公司的股票表现出色，母公司再把其剩余的股权分配给母公司的股东就容易得到股东的支持。</p> <p>公司分拆上市后母公司会因为子公司的上市取得超额股票溢价所得，对于这部分所得，根据美国税法第 355 条的规定应该征收资本利得税，可获得相应的税收优惠。根据税法第 355 条规定，公司分拆需符合如下两个重要条件：① 支配：分配新公司股份后，被分拆公司至少应持有新公司 80% 以上的股份（或可实际支配新公司）；② 分配：公司分立 2 年后，被分拆公司应将其持有新公司的全部股份按比例分配给股东，且不构成故意避税。符合这两个重要条件的公司分立，才可以享受优惠的税收待遇即控制公司无需缴纳所得税，接受其股份分配的股东只需缴纳资本利得税（在税基、税率、纳税时间方面较收入所得税有很大优惠）。这种税收节省效应，是公司分立（pure spin-off）在美国广泛实践的重要原因。</p> <p>3、证监会对分立/分拆上市的规定</p> <p>分立信息披露有两个阶段：第一，被分拆公司股东决定是否承认分拆时所需的信息披露；第二，被分立公司股东取得继受公司股份的信息披露。</p> <p>前者，按照 SEC 规则，董事会召集股东会时，必须将委托书或者非委托书交付股东，且委托书的内容受 SEC 审查。后者，1997 年 9 月，SEC 发表第四公报，认为 Spin-off 属于 1933 年证券法第 2 条 3 款的出售情形时，被分拆公司应当负担事前的登记或申请义务，但如果符合如下 5 个要件，则可以免除事先的申请或登记义务：被分立公司股东取得分立公司的股份无需支付任何对价；分立公司的股份按比例分配给被分立公司的股东；被分立公司对于其股东</p>

	<p>及证券交易市场提供关于公司分立及分立公司的适当信息；被分立公司由正当经营目的进行分立；如果被分立公司分配的股份属于受限制股票，被分立公司至少应该持有该股票 2 年以上。</p> <p>可以看出，对于公司分拆，SEC 关注分立过程中是否涉及对价、投资者决定、信息提供程度以及是否存在滥用事由因素，一定程度上反映了美国证监会对福利性、公平性、分配性、透明性分拆模式的肯认。</p> <p>4、交易所对分立/分拆上市的规定（上市审批条件）</p> <p>纽约交易所和纳斯达克交易所均允许上市公司分拆上市。以纽交所为例，纽交所上市条件中明确指出：分立和分拆上市的公司需符合一定的上市条件，这些上市条件与普通发行人申请 IPO 的要求没有任何差别。</p> <p>但与一般 IPO 的不同之处在于，如果分拆上市的两个上市公司属于母子公司或受同一实际控制人控制的情况，则需符合关联公司的上市审查标准，主要包括：申请上市的公司市值在 5 亿美元以上、公司的业务历史经营超过 12 个月、关联公司符合持续上市条件。除了具体数量标准有所差别外，纳斯达克交易所的做法与纽交所基本相同。</p>
--	--

资料来源：香港联交所、徐聪，《我国上市公司分拆上市法律制度研究》、李圆圆，《上市公司分拆上市法律问题研究》、光大证券研究所整理

3、分拆上市对子公司的影响

理论上，子公司实现单独上市的好处在于：

第一，直接对接资本市场做大资本，公司融资渠道拓宽、融资效率提升、资金成本下降，拓宽业务范围得到更充足的资金支持。

第二，减少信息不对称，令市场充分认识公司经营状况和成长能力，并赋予合理估值。

第三，子公司股票上市流通后，管理层和关键员工激励手段更丰富，管理人员实现向股东的角色转换，经营积极性提高。

子公司上市后，实际股价表现应该根据盈利能力发生分化。以美股上市公司为样本的研究认为，分拆上市后子公司股价有短期超额收益¹，分拆上市 3 年内子公司业绩不低于相应基准收益²。

从美股的情况看，子公司上市三年内股价表现较好。2003~2019 年，彭博分拆指数³累计上涨 651%，同期标普 500 指数上涨 267%，但 18Q4、20Q1 市场下跌期间跌幅也更大。即便考虑新股上市的因素，2003~2017 年，彭博分拆指数上涨 749%、彭博 IPO 指数⁴上涨 312%，分拆子公司表现也更好。

¹ Prezas, Tarimcilar and Vasudevan. The pricing of equity carveouts[J]. Financial Review, 2000.

² Vijh. Long-term returns from equity carveouts [J]. Journal of Financial Economics, 1999.

³ 彭博分拆指数成分是“从龙头企业中分拆出来的子公司”，纳入期限为“首个交易日至上市 3 年”

⁴ 彭博 IPO 指数成分是“所有融资不低于 5000 万美元的新股”，纳入期限为“上市后一年”

图 6：分拆指数、新股指数相对标普 500 指数表现



注：数据截至 2020 年 5 月底，以 2003 年 1 月 1 日为基期进行标准化，其中彭博 IPO 指数 2017 年 10 月底停止更新

资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

A 股市场情况却相反。过去实现“控股转参股”、间接分拆上市的案例表明，多数子公司上市 3 年内股价表现较差，上市 5 年后，一半公司相对上证综指有超额收益。

表 8：在 A 股市场实现间接分拆上市的案例（不完全统计）

母公司	间接分拆子公司	子公司上市日T	区间累计涨跌幅 (%)						区间累计相对上证综指涨跌幅 (%)					
			[T,T+1M]	[T,T+6M]	[T,T+1Y]	[T,T+3Y]	[T,T+5Y]	[T, 20.05.30]	[T,T+1M]	[T,T+6M]	[T,T+1Y]	[T,T+3Y]	[T,T+5Y]	[T, 20.05.30]
轻纺城	会稽山	2014/8/25	111.76	94.20	75.74	93.45	36.35	38.31	107.10	50.11	43.42	44.78	7.04	11.02
渝三峡A	北陆药业	2009/10/30	5.96	(15.37)	(13.63)	(10.89)	134.88	79.50	(1.98)	(12.33)	(14.25)	19.45	154.11	83.15
中兴通讯	国民技术	2010/4/30	11.05	(17.88)	(49.00)	(78.12)	(7.59)	(75.55)	18.47	(21.73)	(50.50)	(54.04)	(62.43)	(74.99)
振华重工	华伍股份	2010/7/28	(16.41)	(38.68)	(47.09)	(65.36)	25.28	(20.20)	(17.78)	(45.56)	(52.27)	(43.44)	(16.95)	(30.96)
南玻A	金刚玻璃	2010/7/8	(8.41)	44.67	12.17	(58.16)	112.72	(10.10)	(18.21)	27.41	(3.39)	(39.05)	67.86	(27.91)
洪都航空	中航电测	2010/8/27	(11.68)	(11.45)	(23.04)	(25.04)	83.04	59.13	(12.62)	(22.02)	(23.38)	(5.84)	64.60	49.58
德美化工	奥克股份	2010/5/20	(11.33)	(2.28)	(13.48)	(56.71)	(5.30)	(39.30)	(8.45)	(13.90)	(23.94)	(45.59)	(77.11)	(49.52)
康恩贝	佐力药业	2011/2/22	(7.38)	(21.61)	(26.44)	117.53	144.81	45.12	(6.93)	(7.41)	(8.41)	145.45	144.98	47.85

资料来源：wind，光大证券研究所

4、分拆上市对母公司的影响

看今年宣告拟分拆的 23 家公司表现，宣布分拆上市预案次日，4 家公司涨停，3 家公司跌停，多数公司股价相对上证指数有超额收益。

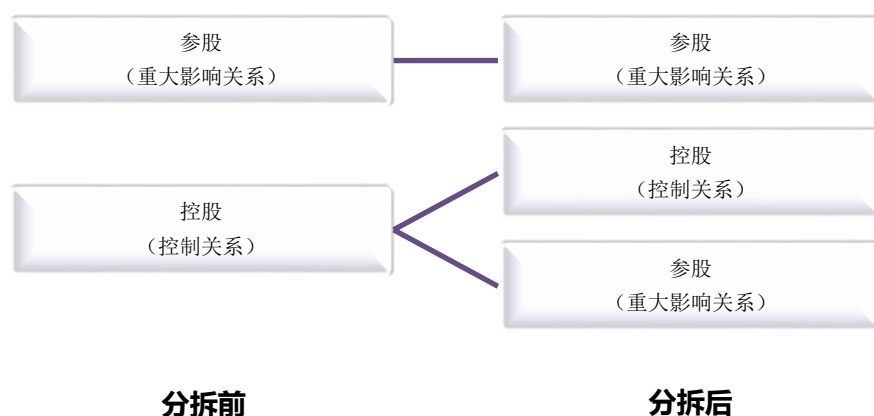
表 9：2020 年宣布拟分拆上市公司股价表现

证券代码	证券简称	预案发布时间T	区间累计涨跌幅 (%)					相对上证综指涨跌幅 (%)				
			[T,T+1D]	[T,T+3D]	[T,T+5D]	[T,T+10D]	[T,T+1M]	[T,T+1D]	[T,T+3D]	[T,T+5D]	[T,T+10D]	[T,T+1M]
600210.SH	紫江企业	2020.02.20	1.83	0.54	(1.29)	(2.17)	1.29	3.00	1.22	(0.20)	2.83	7.81
300244.SZ	迪安诊断	2020.02.27	(8.80)	(9.06)	(14.35)	13.54	17.83	(8.00)	(7.43)	(10.32)	18.42	26.71
002384.SZ	东山精密	2020.03.02	(4.59)	(18.70)	(24.54)	(17.80)	(26.33)	(4.92)	(20.22)	(24.91)	(13.46)	(12.06)
600167.SH	联美控股	2020.03.10	(3.53)	(3.69)	(6.45)	(4.76)	(3.07)	(2.50)	(1.93)	(2.70)	(0.79)	(4.03)
600549.SH	厦门钨业	2020.03.13	(3.79)	(5.07)	(8.02)	(16.18)	(19.82)	(1.83)	(0.77)	(2.11)	(5.75)	(10.87)
002152.SZ	广电运通	2020.03.24	4.60	(2.30)	8.52	10.76	(1.12)	2.00	(2.64)	5.25	2.32	(16.61)
002411.SZ	延安必康	2020.03.25	(10.00)	(11.04)	(23.64)	(21.17)	(3.13)	(8.22)	(10.38)	(19.71)	(15.21)	4.44
601186.SH	中国铁建	2020.04.02	5.07	3.01	(1.98)	(5.67)	(4.73)	8.20	10.66	9.20	10.01	22.08
600739.SH	辽宁成大	2020.04.03	(2.48)	(1.63)	(9.84)	10.00	9.92	1.20	2.55	(0.38)	15.75	8.56
601727.SH	上海电气	2020.04.15	10.00	10.88	3.09	(0.74)	(8.24)	5.54	7.00	5.45	(1.58)	(7.87)
600183.SH	生益科技	2020.04.16	1.89	15.83	18.00	24.49	15.43	1.90	15.28	16.43	18.79	14.83
002429.SZ	兆驰股份	2020.04.17	2.67	(16.84)	(17.84)	(28.48)	(26.51)	3.20	(14.11)	(18.03)	(22.41)	(26.18)
002007.SZ	华兰生物	2020.04.20	(10.00)	(21.05)	(26.44)	(28.65)	(27.15)	(7.02)	(19.05)	(27.38)	(28.85)	(24.54)
603839.SH	安正时尚	2020.04.20	10.02	33.11	61.09	72.06	73.84	10.14	33.57	59.96	71.29	72.72
600067.SH	冠城大通	2020.04.20	2.60	8.93	10.93	(13.12)	(14.06)	4.49	11.01	16.13	4.28	3.64
002353.SZ	杰瑞股份	2020.04.21	10.00	10.45	13.62	28.28	31.48	12.01	10.88	12.86	26.39	29.33
600170.SH	上海建工	2020.04.21	6.87	7.04	4.14	7.37	0.50	6.70	8.02	8.44	12.72	8.06
002415.SZ	海康威视	2020.04.24	3.75	5.09	(1.07)	2.75	(15.58)	6.15	8.27	2.78	5.98	(8.60)
002091.SZ	江苏国泰	2020.04.28	(5.67)	(8.51)	(8.44)	(8.65)	2.13	(6.77)	(11.60)	(13.87)	(17.32)	(35.82)
002004.SZ	华邦健康	2020.04.28	(10.02)	(14.89)	(18.79)	(20.55)	(21.43)	(7.03)	(12.89)	(19.73)	(20.75)	(18.82)
002396.SZ	星网锐捷	2020.04.28	(2.03)	(9.70)	(13.76)	(18.50)	(8.51)	(1.18)	(7.64)	(6.41)	(12.02)	(10.43)
601390.SH	中国中铁	2020.04.30	(3.21)	3.21	6.92	8.65	37.70	(4.12)	(0.14)	0.97	8.55	29.10
002717.SZ	岭南股份	2020.05.05	9.99	33.11	46.42	70.50	29.12	9.06	35.11	50.09	73.62	31.96

资料来源：wind、光大证券研究所

分拆上市可能对母公司业绩造成什么影响？综合考虑严格意义上保留控制权的分拆上市、以及过去在 A 股市场实现的间接分拆上市，分拆前后母子公司的关系主要有 3 种情景。

图 7：分拆上市前后母公司对子公司的控制权变化



资料来源：光大证券研究所整理

表 10：不同分拆上市类型的会计处理

	分拆上市类型	分拆上市前关系	分拆上市前长期股权投资核算方法	分拆上市后关系	分拆上市后长期股权投资核算方法
情景 1	控股子公司	控制	成本法	控制	成本法
情景 2	参股子公司	重大影响	权益法	重大影响	权益法
情景 3	控股子公司	控制	成本法	重大影响	权益法

资料来源：《企业会计准则》、光大证券研究所

情景 1：上市公司 A 将控股子公司 B 分拆上市，分拆后 A 公司保持对 B 公司的控制权（持股比例高于 50%）。

A 公司层面，分拆上市前后，一直按照成本法核算长期股权投资，A 公司投资收益可能受益于 B 公司分红增加。

上市公司合并报表层面，A 公司长期股权投资被 B 公司所有者权益项抵消，因此投资收益、公允价值变动均不影响利润；但 A 公司对 B 公司的持股比例可能随着新股发行出现稀释，归母净利润变化由分拆后持股比例和 B 公司净利润规模决定，分拆上市当年可能出现少数股东损失增加，后续利润提升主要依赖子公司业绩改善。

情景 2：上市公司 A 将参股子公司 B 分拆上市，分拆前后 A 公司都没有控制权，仅对 B 公司有重大影响（持股比例 20%~50%）。

A 公司层面，分拆上市前后，一直按照权益法核算长期股权投资，A 公司投资收益受持股比例和 B 公司净资产影响。

上市公司合并报表层面，由于不存在控制关系，B 公司不需要纳入合并报表，后续仍然按照权益法核算长期股权投资。分拆上市当年，B 公司净资产规模扩张导致投资收益提升、进而增厚利润，但这种利润增厚只是一次性的，后续投资收益取决于 A 公司持股比例和 B 公司盈利情况。

情景 3：上市公司 A 将控股子公司 B 分拆上市，分拆后 A 公司减持股份逐步失去控制权，对 B 公司有重大影响（持股比例 20%~50%）。

A 公司层面，分拆上市前，按照成本法核算长期股权投资，分拆上市后需要按照权益法核算长期股权投资，两种方法的差额一次性计入投资损益。

上市公司合并报表层面，由于不存在控制关系，B 公司不纳入合并报表范围，后续按照权益法核算长期股权投资，根据 A 公司持股比例和 B 公司净资产规模核算投资收益。

对于控制权不变的分拆上市，子公司分拆不会影响上市公司合并报表投资收益和公允价值变动，分拆上市当年，母公司利润反而可能因为持股比例被稀释而下滑。

因此母公司选择实施分拆上市，更多是出于对公司治理和长期战略的考虑：

第一，母公司更聚焦主业，是提高经营效率、改善治理能力的一个步骤。

第二，母公司有较大的财务负担和融资需求，子公司上市融资有助于缓解财务压力，为后续加杠杆赢得空间。

第三，母公司通常会选择盈利能力较强的资产做分拆上市，以保证股票发行和融资过程更顺利，子公司盈利能力和成长空间得到市场认可，母公司因持有股份，估值也水涨船高。

第四，长期看，如果子公司盈利能力改善，母公司按持股比例享有的利润和分红规模有望增厚；另一方面，子公司股份在二级市场流通，母公司可以通过增减持股票获得投资收益。

第五，子公司上市后可以直接利用资本市场进行资产整合，例如有改革诉求的国企集团获得新的上市平台，分拆上市可能成为其他资产重组事件的前奏。

从以上动机看，未来进行分拆上市的公司有几种类型：第一，公司资产庞大、业务多元，存在一定债务压力，旗下拥有盈利能力强、处在成长期的子公司；第二，孵化型平台公司，例如腾讯的股权投资组合涉及社交、娱乐、金融支付、电商、教育等领域，子公司上市后，母公司可以选择逐渐退出、获取投资收益；第三是有国企改革诉求的企业，例如目前混合所有制改革的重心，电力、铁路、石油、军工等。

以美股为样本的研究表明，子公司宣布分拆上市后，母公司股价有积极的反应⁵，且母公司股价表现受子公司募资用途影响⁶。

5、分拆上市案例分析

我们分析发生在 A 股、港股和纳斯达克市场，三个目的不同的案例，理解分拆上市的影响：1) 是否保留控制权，对公司长期发展的意义有较大差别；2) 母公司更倾向选择盈利能力强的业务作分拆，子公司上市后得到市场认可，容易获取高估值；3) 母公司发起分拆上市的目的可能是缓解财务负担、或者释放子公司价值等；4) 投资者看重分拆母子公司的长远发展，公司估值不会因为阶段性的投资收益出现明显抬升。

5.1、间接分拆上市、利用资产剥离平滑盈利表现：中兴通讯分拆国民技术

中兴通讯成立于 1997 年并在当年上市，是国内通讯设备制造龙头之一。

国民技术的前身是中兴集成，2000 年由中兴通讯出资 60% 设立，主营芯片设计，主要产品是安全芯片和通讯芯片。2005~2009 年，经过多次股权转让和增资，中兴通讯持股比例逐渐下降，国民技术上市前，中兴通讯持股约 26.67%，位居第二大股东，没有控制权，符合监管对 A 股市场分拆上市的要求。

表 11：中兴通讯在国民技术上市前持股比例下降

日期	中兴通讯持股比例	持股比例下降过程
2005 年 2 月	60%—>40%	中兴通讯将其持有的中兴集成 17.6% 股权，作价 440 万元转让给中国华大；中国华大以货币形式向中兴集成增资 960 万元，中兴通讯以货币形式向中兴集成增资 440 万元

⁵ Schipper and Smith. A comparison of equity carveouts and seasoned equity offerings: share price effects and corporate restructuring. Journal of Financial Economics, 1986.

⁶ Allen and McConnell. Equity carveouts and managerial discretion. Journal of Finance, 1998.

2007 年 4 月	40%—>34%	中兴通讯将其持有的中兴集成 6% 股权，转让给公司员工孙迎彤
2008 年 9 月	34%—>29.4%	23 名公司员工认购中兴集成新增注册资本 1000 万元
2009 年 1 月	29.4% —>26.6667%	公司注册资本由 7400 万元增加至 8160 万元，深港产学研认缴新增注册资本 760 万元

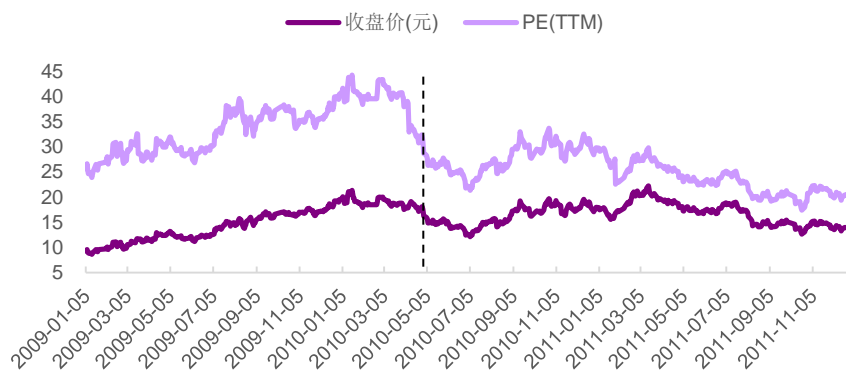
资料来源：公司公告、光大证券研究所

2010 年 4 月 30 日，国民技术在创业板上市，IPO 募集资金 23.8 亿元，融资全部用于发展公司主营业务。上市后，中兴通讯对国民技术的持股比例由 26.67% 稀释为 20%，保持重大影响的关系。后续合并报表按权益法核算长期股权投资，每年度依据应享有的被投资单位实现净损益的份额，调整长期股权投资并确认投资损益。

上市前一年（2009 年），国民技术实现净利润 1.2 亿元，净资产规模 2.2 亿元，上市当年（2010 年），国民技术实现净利润 1.8 亿元，净资产规模 27.02 亿元。根据中兴通讯 2010 年报，“联营公司国民技术首次公开发行股票并在创业板上市，导致本公司持股比例下降，视同处置股权投资，确认投资收益 4.4 亿元”，中兴通讯当年实现净利润 32.5 亿元，同比增长 32%，投资收益产生了较大贡献。

从中兴通讯股价表现看，市场没有对参股子公司上市表现出积极态度。参股子公司国民技术上市当天，中兴通讯股价下跌 8%。公司估值没有明显提升，可能是因为投资者预期到子公司上市产生的投资收益属于一次性影响，难以持续。

图 8：中兴通讯股价及估值表现

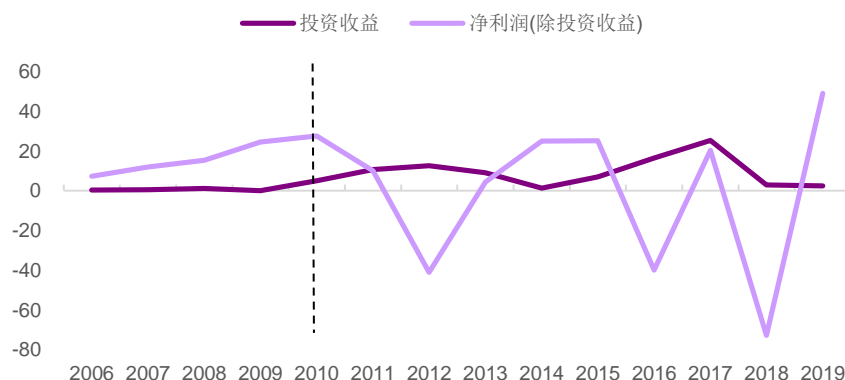


资料来源：Wind、光大证券研究所

分拆上市后一年，中兴通讯所持国民技术股份解禁流通，2011 年中兴通讯对国民技术进行了多次减持，对国民技术的长期股权投资转为交易性金融资产，持股比例由年初的 20% 下降至年底的 1.15%，当年由此产生投资收益高达 8.7 亿元，占净利润的 38.63%。2013 年二季度，中兴通讯将所持国民技术的股份彻底清仓。

2010~2012 年，中兴通讯扣除投资收益后的净利润规模逐年下降，参股子公司上市、以及上市后的股份减持对其利润快速下降起到了平滑作用，但对股价影响有限。

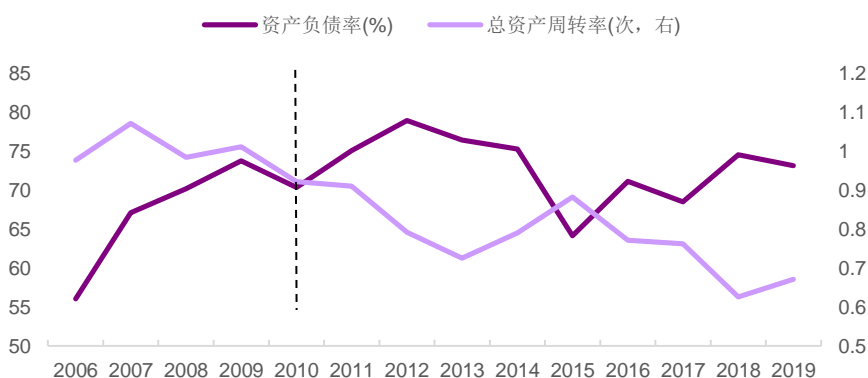
图 9：中兴通讯投资收益规模（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

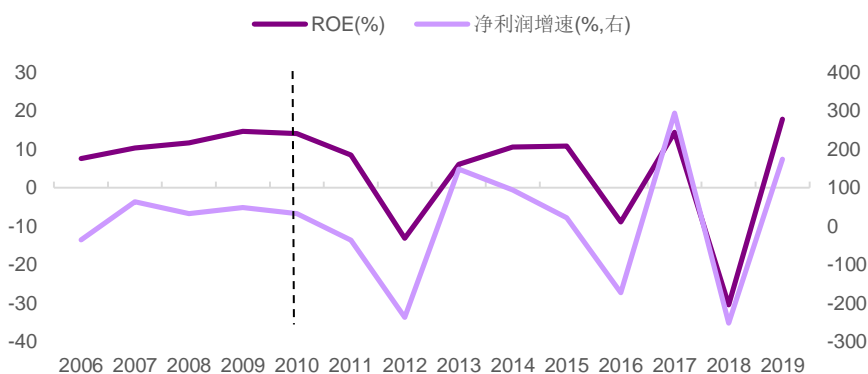
从主要财务指标看，国民技术分拆上市当年，中兴通讯资产负债率由 74% 下降至 70%，后续有所回升。但是公司运营效率没有显著改善，2010~2013 年，总资产周转率由 1.0 次下降至 0.7 次，投资收益提升没能抵消公司主营业务盈利能力下滑，2010~2012 年，ROE 由 14.1% 下降至 -13.2%，净利润出现大幅下滑，公司股价和估值表现都不好。

图 10：中兴通讯资产负债率、总资产周转率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 11：中兴通讯净利增速、ROE



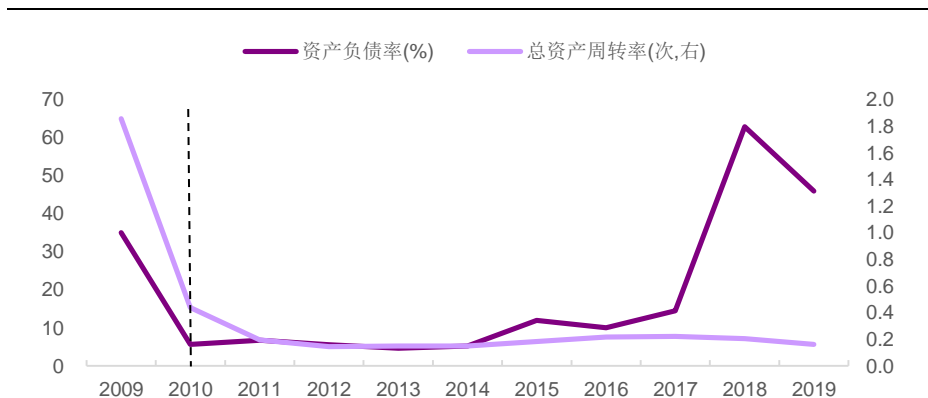
资料来源：Wind、光大证券研究所

除了中兴通讯，国民技术上市后，其余大股东也陆续退出。在国民技术上市的 2010 年，公司前三大股东分别是中国华大、中兴通讯和深港产学研，实际控制人是中国电子，拥有国资背景。2013 年 9 月，为了顺应实际控制人中国电子的改革进程，中国华大决定出让国民技术 27.5% 的股份，到 2013 年底，前十大股东名单中仅剩深港产学研一家，且持股比例下滑至 5.85%，国民技术进入没有实际控制人的阶段。

2015 年，国民技术发起了股权激励计划，2015 年 3 月，国民技术发布限制性股票激励计划草案，向 82 人授予限制性股票 1060 万股（占总股本的 3.9%），激励对象包括公司董事、高级管理人员及其他核心骨干人员，将未来三年营业收入增速作为解锁条件，但后续未能完成考核目标。

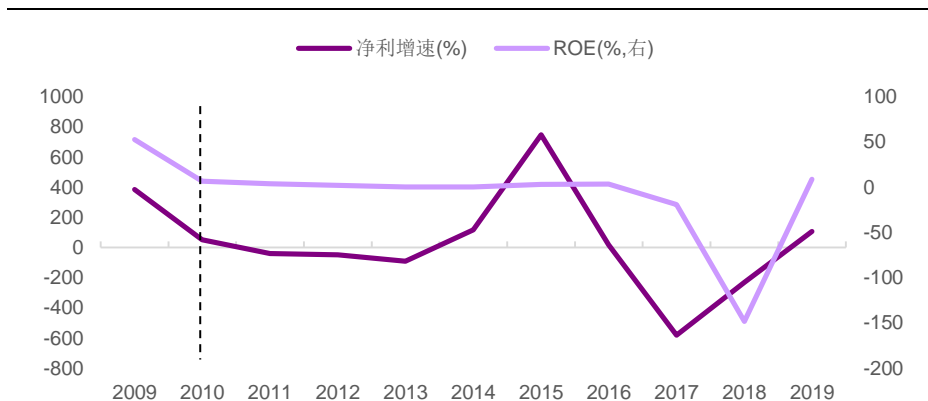
国民技术上市后的盈利能力不突出。国民技术分拆上市当年，其资产负债率由 35% 大幅下降至 5.7%。但是公司总资产周转率、净利润增速、ROE 等指标都出现明显下滑。国民技术上市后股价一路下行，上市日至 2020 年 5 月底，国民技术下跌 76%。

图 12：国民技术资产负债率、总资产周转率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 13：国民技术净利润增速、ROE



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 14：国民技术股价表现



资料来源：Wind、光大证券研究所

是否保留控制权，对公司长期发展的意义有较大差别。过去在 A 股市场通过“控转参”实现间接分拆上市的母公司，在持有股份解禁后，持股比例普遍有明显下降，逐渐实现资产剥离。除了中兴通讯，南玻 A、洪都航空、康恩贝同样清仓了所持上市子公司的股份。

表 12：以参股形式实现间接分拆的公司持股比例大幅下降

母公司	子公司	子公司上市日期	分拆前持股比例	最新报告期(2020Q1)持股比例
轻纺城	会稽山	2014-08-25	34%	20.51%
渝三峡 A	北陆药业	2009-10-30	18.86%	8.18%
中兴通讯	国民技术	2010-04-30	26.67%	0%
振华重工	华伍股份	2010-07-28	17.39%	5.88%
南玻 A	金刚玻璃	2010-07-08	8.52%+通过南玻香港持股 2.59%	0%
洪都航空	中航电测	2010-08-27	11.35%	0%
德美化工	奥克股份	2010-05-20	9.26%	4.81%
康恩贝	佐力药业	2011-02-22	26%	0%

资料来源：Wind、光大证券研究所

5.2、扩大融资渠道：新浪分拆微博

新浪是一家网络媒体公司，成立于 1998 年，2000 年在美国纳斯达克上市。

2009 年，新浪创立微博，相比于微信的“社交通讯”定位、Facebook 的“社交网络”定位，微博被定位为“具有社交属性的媒体平台”。微博成立后，用户数量和广告投放需求大幅增长，成为新浪重要的收入和利润来源。2013 年，微博与阿里巴巴签署战略合作协议，当年微博注册用户数突破 5 亿人，月活跃用户 1.3 亿人，日活跃用户 6140 万人，微博收入占新浪总收入的比重达到 28%。

2011 年微信出现后分散了一部分微博的流量，到 2013 年市场普遍认为微博用户量基本饱和。面对较大的资金需求和融资压力，2014 年 3 月 15 日，微博向美国 SEC 提交 IPO 申请，计划募资 5 亿美元，4 月 17 日在纳斯达克成

功上市，上市后新浪保持对微博的控制权。招股说明书显示，**微博 IPO 募集资金除了满足自身技术和产品的研发投资和日常运营支出，还要帮助母公司新浪归还借款。**

考虑到微博的流量基础，**投资者对微博分拆上市的态度偏积极。**3月15日微博向 SEC 提交 IPO 申请后，新浪股价上涨 6.6%，4月17日微博上市当天，新浪股票价格上涨 6.7%，股价在高位维持一周左右后回调。

图 15：新浪股价表现



资料来源：Wind、光大证券研究所

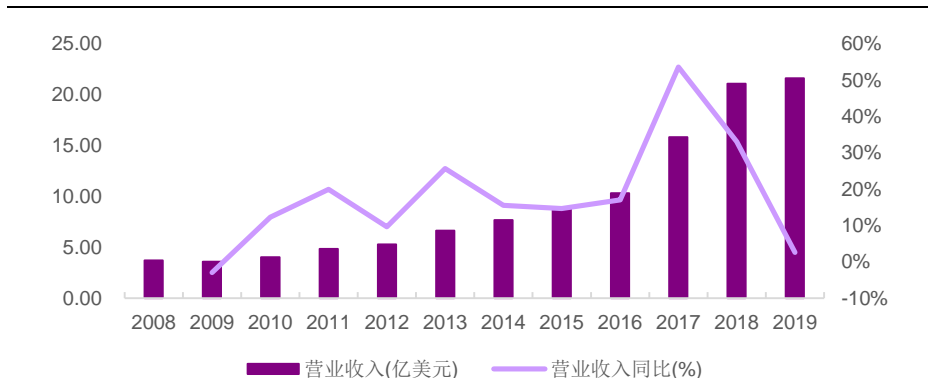
微博上市募资一部分用于偿还新浪借款，新浪杠杆率明显下降，资产负债率由 2013 年的 42% 下降至 2014 年的 35%。

微博上线前，新浪年度营业收入仅不足 4 亿美元；新浪对广告的依赖度一直较高，**微博推动了新浪收入增长，成为其最大的收入来源，2019 年新浪营业收入 21.6 亿美元，微博收入占比达到 81%。**

虽然从腾讯微博等微博类社交媒体中胜出，但微博的流量也持续受到微信、哔哩哔哩、快手、抖音等平台分散，影响用户在线时间，进而影响广告需求。新浪归母净利润同比增速、净利率、ROE 等指标 2016 年以后一直呈下降态势。

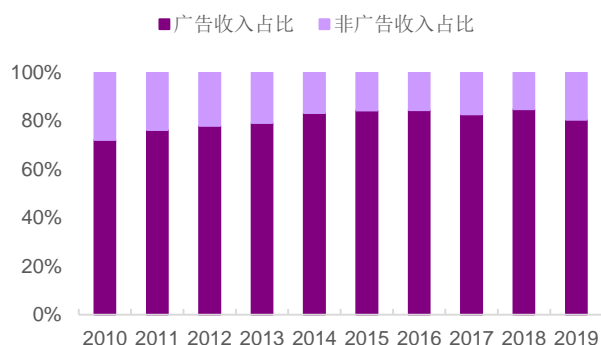
从股价表现看，2015 年初至 2018 年一季度最高点 124.6 美元/股，新浪股价累计上涨 250%，2018 年一季度末开始持续下跌，截至 2020 年 5 月底又回到了 31.3 美元/股，总市值约 22 亿美元。

图 16：新浪营业收入规模



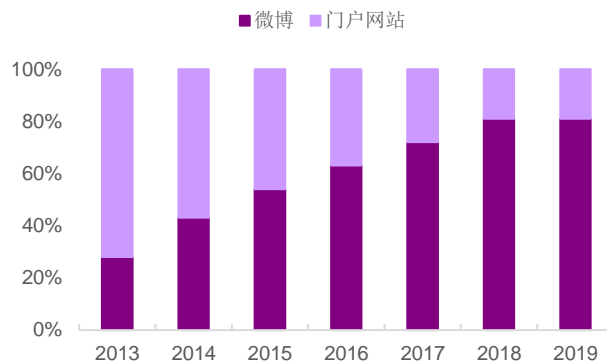
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 17: 新浪营业收入拆分



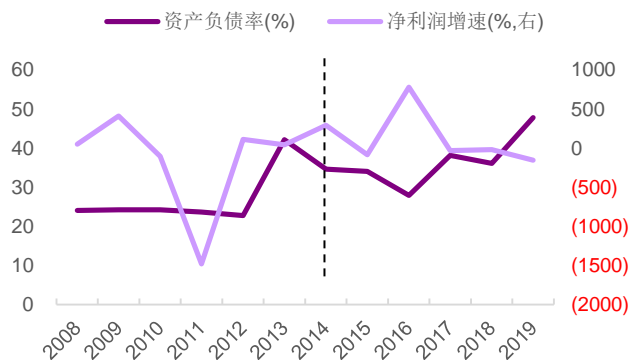
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 18: 新浪营业收入拆分



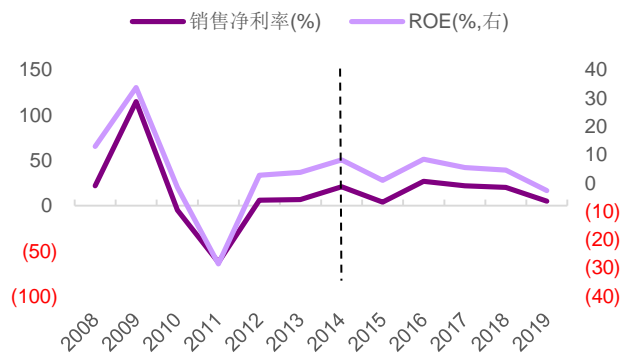
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 19: 新浪资产负债率、净利润增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 新浪销售净利率、ROE

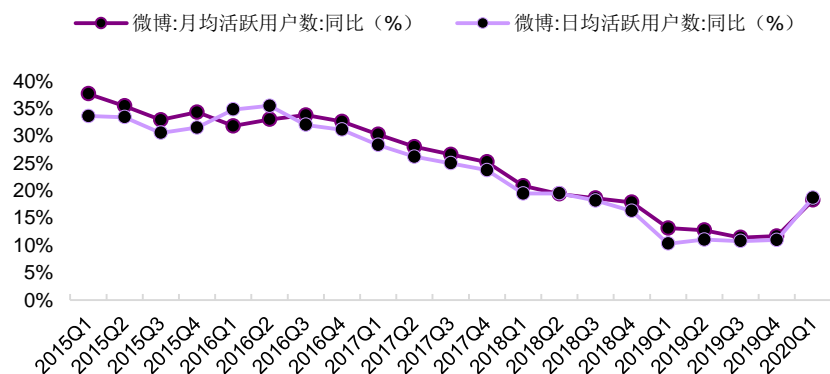


资料来源: Wind, 光大证券研究所

微博上市后, 净利润增速、净利率、ROE 等盈利指标都有明显增长, 收入和利润主要来自广告。然而 2015 年起, 微博活跃用户增速呈现逐季下滑的趋势, 今年疫情期间, 受益于信息需求, 一季度微博月活数达到 5.5 亿, 日活数达到 2.41 亿, 用户基数和用户粘性提升都有助于巩固微博的网络效应和经营壁垒。

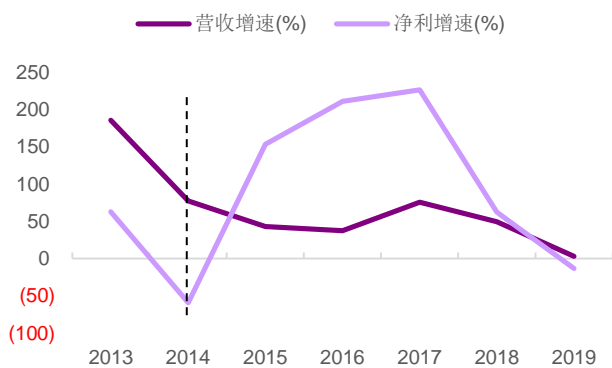
微博上市初期, 受市场环境影响, 股价表现不好, 2015 年起才开始趋势性上涨, 2018 年一季度最高点达到 142.1 美元/股, 上市 4 年累计涨幅 772%。截至 2020 年 5 月底, 微博股价 30.8 美元/股, 总市值 76 亿美元, 是新浪市值的三倍以上。

图 21：微博活跃用户数



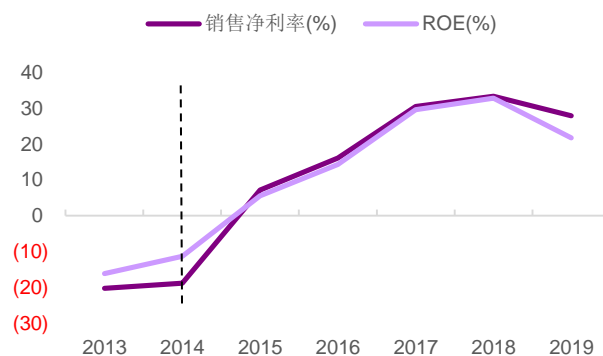
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 22：微博营收和净利润表现



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 23：微博净资产收益率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 24：微博股价表现



资料来源：Wind、光大证券研究所

5.3、价值释放、增强业务协同：保利地产分拆保利物业

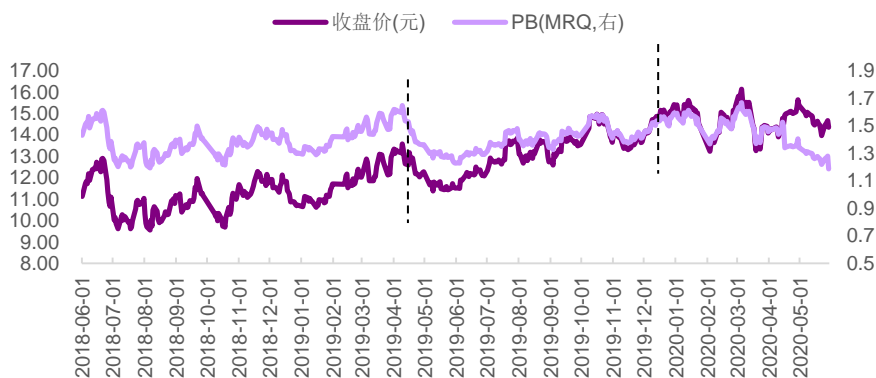
保利地产是国内地产龙头，2006 年在 A 股市场上市。公司主要业务分布在一二线城市，且拥有较丰富的土地储备，2019 年实现销售金额 4618 亿元，对应销售面积 3213 万平米。根据 CRIC 数据，公司销售规模保持在行业 TOP5、央企地产公司 TOP1 的水平。

保利物业是保利地产旗下物业公司，成立于 1996 年，2019 年 12 月在港交所成功实现分拆上市。将保利地产单独分拆上市，主要是考虑到近年来受地产调控政策影响，内地房地产销售面积增速明显放缓，房企股价和估值回调，融资渠道受限。相比保利物业，保利地产业务更加多元，资产规模更庞大，股权结构更复杂，由于投资者与企业信息不对称，母公司合并报表不能准确反应物业业务的实际价值。

发行股份上市前，保利物业的控股股东是保利地产，保利地产、及全资子公司西藏赢悦持股比例分别为 95%、5%，保利物业港股 IPO 增发 1.3 亿股后，保利地产、及全资子公司西藏赢悦持股比例变更为 71.25%、3.75%，对保利物业的控制权不变。保利物业 IPO 融资主要用于资产并购、开拓业务、升级数字化智能化管理系统等。2018 年 6 月碧桂园旗下物业公司碧桂园服务也在港交所实现独立上市，当时因为现金流充裕，采用的是分立方式，没有增发股票融资。

投资者对保利地产分拆物业资产上市的反应有限。2019 年 4 月 15 日，保利地产宣布全资子公司保利物业将在香港申请上市，当时保利地产股价处在下跌趋势中；12 月 19 日正式登陆港交所，保利地产股价也没有明显上涨。

图 25：保利地产股价及市净率表现

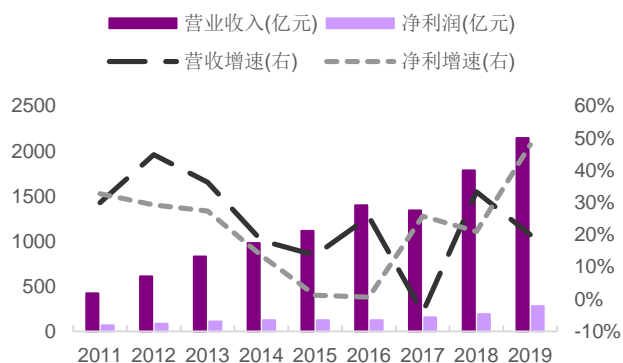


注：数据截至 2020 年 5 月底；资料来源：Wind、光大证券研究所

长期看，保利物业上市，有助于增强集团物业和地产开发业务的协同。对保利物业来说，可以依托保利地产的品牌优势及项目规模实现快速扩张，目前物业行业还处在竞争激烈的发展初期，上市后可以更好得借助资本市场实现资源整合，2018 年、2019 年，保利物业分别收购了湖南保利天创和重庆新祥瑞，实现业务规模的扩张。反过来对于保利地产，保利物业有助于公司继续巩固品牌优势、借助物业服务实现房产增值，尤其是在今年疫情期间，居民和投资者都越来越体会和认可物业服务的价值。

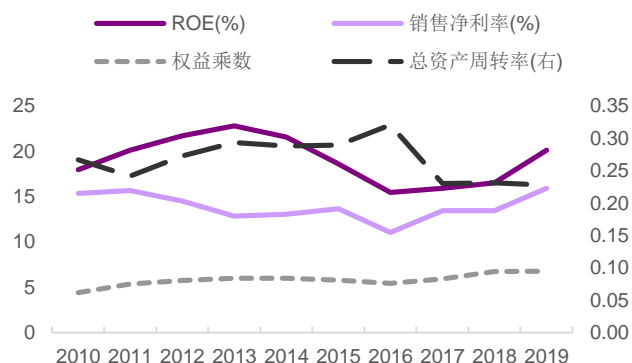
物业公司的市盈率高于地产开发公司。根据中指院数据，保利物业在 2019 年中国物业服务百强企业中排名第 4，在具备央企背景的中国物业服务百强企业中排名第 1，上市后股价一路走高，上市日至 2020 年 5 月底，公司股价累计涨幅 93%，市净率（MRQ）估值 8.8 倍，高于保利地产的市净率 1.2 倍。

图 26：保利地产营业收入和净利润表现



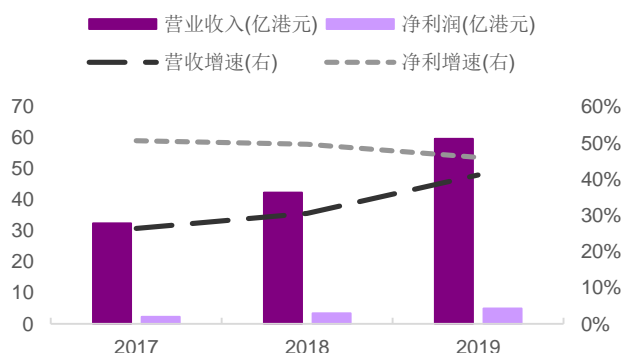
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 27：保利地产主要盈利指标



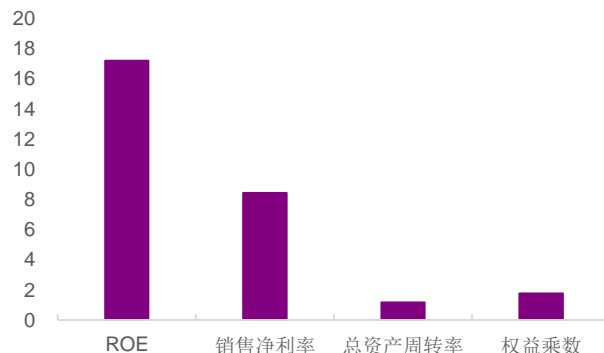
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：保利物业营收和净利润表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

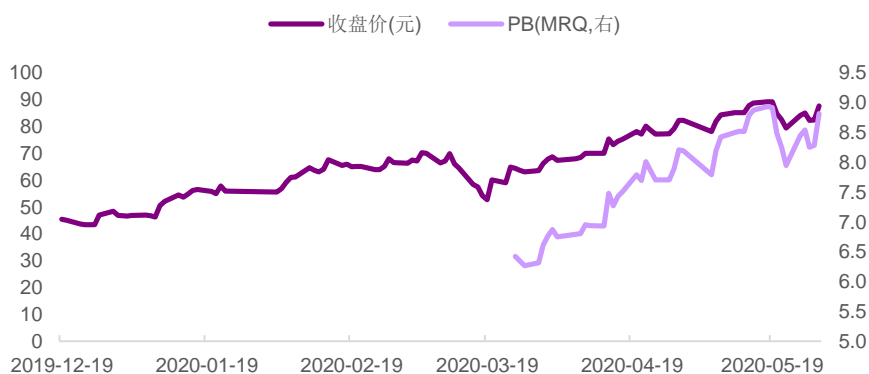
图 29：保利物业 2019 年主要盈利指标



注：ROE 单位%、销售净利率单位%

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 30：保利物业股价表现



注：数据截至 2020 年 5 月底；资料来源：Wind、光大证券研究所

6、风险提示

上市公司可能借助分拆上市手段进行利益输送，损害投资者利益。且已公告分拆预案存在不能完成的风险。

例如，2020年3月25日晚，延安必康发布拟分拆九九久科技上市的预案，随后因涉嫌信息披露违法违规被证监会立案调查，可能不再满足“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”的要求，决定暂缓分拆上市申报，第二天开盘公司股价跌停。

3月25日，深交所向延安必康发布有关分拆上市计划的问询函。从文件内容看，审核重点与文件规定较为一致，要求公司就是否存在上市主体重复上市，九九久是否具备持续盈利能力，相关决策是否谨慎合理，是否涉及忽悠式分拆上市，是否存在违反公平披露原则、主动迎合市场热点等情况作进一步说明。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼