



2010.04.19

“分拆上市”之惑：欲速则不达

**王成**

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

S0880209110653

张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

本报告导读：日前召开的创业板发行监管业务情况沟通会传出消息，目前证监会已允许境内上市公司分拆子公司到创业板上市

摘要：

- 消息解读：证监会允许上市公司分拆子公司上市创业板
- 我们认为在这个时点管理层出台这一政策鼓励分拆子公司上市是出于以下两个原因考虑：
 - 1、抑制创业板泡沫，调动大盘股积极性。
 - 2、提高创业板公司质量，降低风险

我们认为实质影响有限，大小盘格局难以因此改变，原因如下：首先，受益的主板上市公司数目不多。其次，由于审批标准提高，整体来看创业板公司供给量并不会大幅增长。最后，“资金分流说”并不成立。不过随着新上市公司质量的提高，目前个别太贵的股票价格还是会有一定压力的，但整体影响不大。

更令人担忧的是，分拆子公司在创业板上市只是第一步，之后还会逐步打开子公司到中小板和主板上市的规定。而这一模式在引起主板上市公司新一轮价值重估的过程中，会导致上市公司会更不务正业，主营业务混乱、不突出的比例迅速增多。

因此，我们认为政府出台分拆上市政策时机并不成熟，对均衡大小盘估值差距的作用也非常有限。但短期来看“分拆概念股”作为一种新形式的“创投概念股”仍然会受到市场热炒。

附我们请行业研究员自下而上提供的可能“分拆概念股”。整体来看，规模不大的传统制造行业，如造纸、建筑建材较少存在主营业务拆分或子公司拆分上市的情况。受益个股更多可能的分布在新兴科研技术含量较高的行业如电子软件、新能源以及医药行业。尤其是同方股份，因其依托高校，具有技术水平高、项目和子公司数量较多的特点，未来分拆想象空间巨大。

相关报告

《商品大周期》	2010.02.04
《在压力下抉择机会》	2010.02.02
《回顾日本定量宽松退出》	2010.01.22
《重发：踏准周期时点——对话行业研究员系列之钢铁》	2010.01.15
《千树万树梨花开》	2010.01.15

1. 消息解读：证监会允许上市公司分拆子公司上市

创业板

“日前召开的创业板发行监管业务情况沟通会传出消息，目前证监会已允许境内上市公司分拆子公司到创业板上市，但需满足6个条件：上市公司公开募集资金未投向发行人业务；上市公司最近三年盈利，业务经营正常；上市公司与发行人不存在同业竞争且出具未来不竞争承诺，上市公司及发行人的股东或实际控制人与发行人之间不存在严重关联交易；发行人净利润占上市公司净利润不超过50%；发行人净资产占上市公司净资产不超过30%；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%。”

主板公司分拆子公司到香港创业板上市已有先例。早在2000年就有同仁堂、青鸟天桥尝试分拆子公司上市成功，随后又有托普软件、TCL集团、新疆天业、海王生物、友谊股份、华联控股共8家公司将自己的控股子公司拆分出登陆香港创业板。而在A股市场，分拆子公司上市一直为监管层所敏感。我们认为在这个时点管理层出台这一政策鼓励分拆子公司上市是出于以下两个原因考虑：

1、抑制创业板泡沫，调动大盘股积极性。

主板的长期萎靡，创业板公司由于成长性尤其是业务充满想象力遭到了疯狂炒作。创业板目前静态市盈率85倍，而主板差不多是25倍，相差明显，甚至很多创业板的公司都只能看11年PE了。上市公司通过分拆子公司上市可以给她带来巨大的股权投资收益，因此部分大盘股可能在此消息的带动下重新活跃。而在巨大投资收益利益的驱动下，存量上市公司会有很强大动力把子公司做上市，未来创业板公司供给量会有一定增长。

表 1：子公司在香港创业板上市的8家A股主板公司（托普已退市）

母公司	子公司	所持子公司		当年营业收入（万元）	当年净利润（万元）	主营业务情况
		比例（上市前）				
青鸟天桥	北大青鸟环宇			6084.3	3106.7	从事专用集成电路（ASIC）、网络安全产品、IC卡应用系统和无线火灾报警系统等。
同仁堂	同仁堂科技	90.90%		33869.9	5437.9	主要业务范围是医药技术开发、技术咨询、制造及销售中成药、生物制剂，同时还将在中医药业方面发展电子商务。
托普软件	托普科技					电脑配件行业，以液晶屏幕保护膜、炫彩贴、键盘膜、电脑包、水晶壳、电脑桌等笔记本周边产品为主，集开发、设计、制造于一体

友谊股份	联华超市	51%	582123.1	14368.6	在中国境内经营大型综合超市， 超级市场及便利店，以「世纪联 华」、「联华超市」、「快客便 利」三大品牌经营。
TCL 集团	TCL 通讯	58.50%	731000 (万 港元)	78400 (万港元)	手机及相应配件，经营 TCL 和 ALCATEL 两个品牌
海王生物	海王英特龙	90%	4938.3	-16	现代生物技术的研发、发展细胞 因子治疗药物的生产及销售及传 染病毒疫苗的销售业务。
新疆天业	天业节水	63.75%	47443	6232	节水灌溉高新技术开发、推广； 新型节水器材中试及推广；节水 灌溉技术转让及服务；节水灌溉 计算机应用软件开发利用
华联控股	波司登	48%	563296.7	61411.8	羽绒服生产

注：波司登在准备上市之初华联控股对其有绝对控股权，但随着战略投资者的引入在准备上市的过程中，华联控股的控股比例有所下降直至波司登上市时，华联已不对其有绝对控股权

2、提高创业板公司质量，降低风险

3月19日管理层发布了《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》后，创业板IPO项目的预审明显收紧，创业板的上会和过会频率会有所降低。据统计，在《指引》出台前，即1月1日至3月18日，创业板发审委共召开了10次发审会，审核了22家公司的IPO申请，仅易讯无限、博晖创新2家公司遭否，通过率约91%。3月19日《指引》出台后至今，创业板发审委共召开了7次发审会，审核了14家公司的IPO申请，方直科技、正方软件和冠昊生物等3家公司先后被否，通过率约62.3%。与此同时监管层又出台了这个政策，用图非常明显，即扩充拟上市公司的数目提高标准尽可能的筛选出优秀的公司上创业板。

下表列出的是国内外创业板对盈利的具体要求，英国、香港和日本是最宽松的，没有盈利要求的，只是在注册资本或者现金流量有一定的限制。韩国其次，只是要求正收益。美国纳斯达克要求是相对最要求的一个也只是三年中两年持续经营的净收入达75万美元。而我国创业板门槛最高，明确要求最近两年连续盈利，且累计净利润不少于1000万，或者最近一年盈利且净利润不少于500万以及最近两年营业收入增长率均不低于30%。

表 2：从国内外创业板对盈利要求的门槛来看，我国的要求最严格

盈利及财务条件	
中国	最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元，且持续增长；或者最近一年盈利，且净利润不少于500万元，最近一年营业收入不少于5000万元，最近两年营业收入增长率均不低于30%
美国 NASDAQ	股东权益达500万美元；或市值达5,000万美元；或持续经营的净收入达75万美元（于最近年度或过去三年中的两年录得）。
英国 AIMP	没有盈利要求；投资公司须于上市前筹得300万英镑（540万美元）。

1. 创业公司：最近一年的普通收益须为正数，以及股本回报率至少 5%。2. 股本达 100 亿韩圆（970 万美元）或以上并具备 500 亿韩圆（4,800 万美元）或以上资产的非创业公司：没有规定。3. 其它非创业公司：最近一年的普通收益须为正数，以及股本回报率至少 10%。4. 非创业公司：负债比率一般为行内平均数的 100%至 150%。（刚成立而有发展潜力的创业公司获豁免。）	
韩国 KOSDAQ	
日本	没有规定
香港	没有盈利要求；申请上市的新申请人或其或其集团此等在刊发上市文件前两个财政年度从经营业务所得的净现金流入总额必须最少达 2000 万港元

同时从股价表现来看，从 2000 年到现在香港创业板指数下跌了 72%，但这 8 家从母公司拆分出的子公司大部分表现优于创业板指数，尤其突出的是友谊股份控股的联华超市，同仁堂下的同仁堂科技，海王生物旗下的海王英特龙，绝对涨幅都在 200%以上，表现非常突出。

表 3：分拆子公司在创业板的表现优异

子公司上市时间	母公司	子公司	绝对股价表现	相对大盘表现
		北大青鸟环		
2000.7.27	青鸟天桥	宇	-76.3%	-3.5%
2000.10.31	同仁堂	同仁堂科技	340.00%	413%
2001.3.30	托普软件	托普科技	已退市	
2001.6.27	友谊股份	联华超市	592.9%	613.4%
2004.9.27	TCL 集团	TCL 通讯	-41.40%	-31.67%
200.9.12	海王生物	海王英特龙	200.0%	206.7%
2006.2.28	新疆天业	天业节水	28.8%	54.5%
2007.10.11	华联控股	波司登	-35.4%	6.9%

虽然在政策出台当天创业板指数急跌，但我们认为实质影响有限，大小盘格局难以因此改变，原因如下：首先，受益的主板上市公司数目不多。在我们和研究员沟通筛选后发现，同时符合 6 个条件（如上市募投资金并没有用在子公司业务上）和我国创业板对公司盈利要求，且主板公司有分拆意愿的并不多。因此受益的大盘股数量不多。其次，由于审批标准提高，整体来看创业板公司供给量并不会大幅增长。最后，“资金分流说”并不成立。从市值来看，目前 A 股 29 万亿，而创业板只有 3000 亿，两者差距悬殊。从募集资金来看，到目前为止上市 70 家也只募集了 405 亿，平均一家 5 亿左右。因此两者不可比，创业板不具有和主板分流资金的实力。不过随着新上市公司质量的提高，目前个别太贵的股票价格还是会有一定压力的，但整体影响不大。

然而令我们担忧的是，分拆子公司在创业板上市只是第一步，之后还会逐步打开子公司到中小板和主板上市的规定。而这一模式在引起主板上市公司新一轮价值重估的过程中，会导致上市公司会更不务正业，主营业务混乱、不突出的比例迅速增多。对研究员来讲，公司的盈利预测更是难上加难了。此外，此举开辟了主板上市公司新的融资渠道，中国股市的“圈钱”将会效应愈演愈烈。尤其是那些主营业务已经不

赚钱的公司，通过投资如新能源等公司，允许分拆上市至创业板获得巨额投资收益后，创业板将成为他们的退出渠道。

因此，我们认为政府出台分拆上市政策时机并不成熟，对均衡大小盘估值差距的作用也非常有限。但短期来看“分拆概念股”作为一种新形式的“创投概念股”仍然会受到市场热炒。以下是我们请行业研究员自下而上提供的可能“分拆概念股”。

2. 可能受益个股

我们请行业研究员自下而上的提供了各行业具备条件可能被分拆上市的子公司，供投资者参考。整体来看，规模不大的传统制造行业，如造纸、建筑建材较少存在主营业务拆分或子公司拆分上市的情况。受益个股更多可能的分布在新兴科研技术含量较高的行业如电子软件、新能源以及医药行业。尤其是同方股份，因其依托高校，具有技术水平高、项目和子公司数量较多的特点，未来分拆想象空间巨大。

表 4: 存在子公司拆分上市的母公司

	母公司	可能被分拆上市的子公司	子公司所属行业	营业收入 规模 (万 元)	净利润 规模 (万 元)	09EPS	10EPS	11EPS
煤炭	兰花科创	重庆兰花太阳能电力股份公司	单晶硅棒、硅锭、硅片太阳能发电 设备及相关			2.05	2.44	2.59
	马钢股份	马钢设计研究院有限责任公司	工程规划及设计		5000	0.05	0.26	0.45
钢铁	太钢不锈	太原钢铁金属回收加工贸易有限公司	废旧金属、废旧机械及设备零部件 回收加工	24368	180	0.10	0.52	0.69
	武钢股份	武汉钢铁金属资源有限责任公司	废钢加工和二次资源回收			0.19	0.58	0.69
基础化工	德美化工	湖南尤特尔	生化			0.76	0.87	0.94
	浙江龙盛	旭晖集团				0.51	0.75	0.87
	天茂集团	国华人寿、天平汽车保险	保险			0.07	0.11	0.14
有色		中信国安信息科技有限公司	技术开发、转让、咨询、服务、培 训；销售开发后的产品、计算机软 硬件等	479	48			
	中信国安	中信国安通信有限公司	计算机信息和网络国际互联网业 务，无线通信、数据通信、电信增 值、广播电视的投资等	2423	419	0.39	0.30	0.40
		青海中信国安科技发展有限公司	钾、锂、硼、镁资源产品的开发、 生产销售等	4006	206			
		北京鸿联九五信息产业有限公司	因特网数据中心和接入业务、呼叫 中心业务等信息服务	228	6			
		湖南博云汽车制动材料有限公司	开发、生产、销售汽车制动材料及 其他粉末冶金制动材料等	146	94			
	博云新材		研究、开发、生产和销售航空、汽 车、火车刹车材料、金属及粉体材 料、非金属及其粉体材料等			0.24	0.40	0.59
		湖南博云东方粉末冶金有限公司		109	81			
	厦门钨业	龙岩市稀土开发有限公司	矿产品投资	40	0	0.31	0.44	0.57
	金瑞科技	深圳市金瑞中核电子有限公司	新型电子元器件及高频导功率、高	92	1	-0.96	0.19	0.48

请务必阅读正文之后的免责条款部分

频功率铁氧体等

电气设备	泰豪科技	多家子公司涉及智能建筑电气、发电设备、太阳能产品、通信设备等，其中有可能存在作为拆分上市的标的。公司表示尚未有计划，等待政策细节				0.50	0.72	
	上海佳豪	上海佳豪游艇发展有限公司	游艇	-	-	-	-	-
	中集集团	烟台莱佛士	海洋工程装备		14590	0.36	0.60	0.90
机械设备	山河智能	湖南山河科技股份有限公司	轻型飞机		2009 年 上半年 净利润 1594.5 元。	0.40	0.55	0.80
	同方股份	同方知网(北京)技术有限公司	互联网出版	3.44 亿	1.61 亿 (估算)			
软件应用	同方股份	北京同方微电子有限公司	电子	3.97 亿	1.85 亿 (估算)	0.38	0.44	0.53
		同方环境股份有限公司	环保	10.77 亿	0.11 亿 (估算)			
通信设备	中兴通讯	国民技术	(已经在 IPO)					
医药生物	长春高新	长春金赛药业有限责任公司	生化药品制造		0.55 亿 元	0.51	0.83	1.13
	兰生股份	上海中信国健药业有限公司	生物药品研发, 生产	2.8 亿元	0.88 亿 元	0.04	0.06	0.08
	双鹭药业	北京星昊医药股份有限公司	药品研发, 生产		0.14 亿 元	1.06	1.39	1.78
	诚志股份	江西诚志生物工程有限公司	生命科技产品		0.07 亿 元	0.11	0.27	0.63
食品饮料	泸州老窖	华西证券	证券	253188	28716	0.22	0.25	
餐饮旅游	中青旅	中青旅创格科技有限公司	IT 分销和系统集成业务	8.4 亿	935	0.61	0.46	0.53

广告传媒	博瑞传播	梦工厂	网络游戏	11612	7540	0.70	0.89	1.03
	四川长虹	长虹创新投资有限公司	金融			0.06	0.11	0.15
家用电器	TCL 集团	惠州泰科立集团股份有限公司	家电部品		5000	0.16	0.2	0.25
	格力电器	凯邦电机	电机		6525	1.53	1.84	2.11
房地产	中国宝安	创投部分（中国风投）、新能源部分	创投包括药业、新能源、无线电、化工等，另外公司还投资水务			0.23	0.38	0.52
	北京城建	创投部分（中科招商）、水务部分	创投包括种业、环保涂料、电子、通讯、玻璃等，另外还投资水务			1.15	1.31	1.61
证券信托	辽宁成大	成大生物	生物制药	8 亿元	4 亿元	1.53	1.81	2.23
公用事业	九龙电力	远达环保						
	天富热电	北京天科合达蓝光半导体有限公司（简称北京蓝光）						
	城投控股	上海环境集团有限公司	城市环境卫生管理		6992			

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		