

分享分拆上市的盛宴



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

冯伟

SAC 执业证书编号:S0350209030573
0755-82364467 fengweisz@lhq.com

分拆上市有望为投资者带来新的投资机会

目前,在 A 股市场上,存在着多家多元化经营的企业,且这些企业控股一家或几家高成长型、与母公司主营业务属不同行业的子公司,这些子公司有可能选择分拆到创业板上市。由于被分拆的子公司大多具备高成长性,而母公司会分享子公司分拆上市的溢价,因此,我们认为新规推出有望为投资者带来新的投资机会

分拆上市利弊共存。其益处在于可以提高母公司的市场价值和股东权益;提高企业融资能力从而推动企业成长;完善公司治理,提高营运效率。其弊端在于分拆上市可能会制造泡沫,不成功的资产分拆上市会损害股东的利益

投资建议

目前市场上的分拆上市概念股在 20 支左右,综合比较筛选后我们认为下列标的存在着分拆子公司到创业板上市的可能性,建议投资者重点关注。它们是:同方股份、综艺股份、海虹控股、中国宝安、华工科技、德美化工、重庆啤酒、杉杉股份、江苏国泰。

目录

分拆上市相关政策	4
一、解析“分拆”	4
二、分拆上市的利弊分析	4
1、分拆上市的益处	4
1.1 提高市场价值和股东权益。	4
1.2 提高融资能力，推动公司成长。	5
1.3 完善公司治理，提高营运效率。	5
2、分拆上市的弊端	5
2.1 制造泡沫	5
2.2 损害股东利益	5
三、分拆上市案例分析	6
拆分到主板：东北高速	6
拆分到港股创业板：同仁堂	6
四、分拆上市潜在标的公司	7
1、产学研一体化类	8
2、新兴产业类	8
2.1 中国宝安	9
2.2 江苏国泰	9
2.3 杉杉股份	10
3、创投类	10
4、主辅业务不同类	11
4.1 海虹控股	11
4.2 综艺股份	11
4.3 重庆啤酒	12
4.4 德美化工	12

图表目录

图表 1、母公司分拆子公司到创业板上市需具备的条件	4
图表 2 市盈率 P/E	5
图表 3 市净率 P/B	5
图表 4 同仁堂的净利润、总资产和销售收入	6
图表 5 同仁堂科技的销售收入和净利润	6
图表 6 同仁堂净利润和销售收入同比增长率	7
图表 7 可能存在分拆子公司上市的企业	7
图表 8 同方股份子公司	8
图表 9 中国宝安子公司	9
图表 10 江苏国泰子公司	9
图表 11 杉杉股份子公司	10
图表 12 华工科技子公司	10
图表 13 海虹控股子公司	11
图表 14 综艺股份子公司	12
图表 15 重庆啤酒子公司	12
图表 16 德美化工子公司	13

分拆上市相关政策

2010年4月13日，据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。但需要满足以下6个条件：

图表 1、母公司分拆子公司到创业板上市需具备的条件

1	资金使用	上市公司公开募集资金未投向发行人业务
2	盈利能力	上市公司最近三年盈利，业务经营正常
3	竞争关系和 股权关系	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
4	利润占比	发行人净利润占上市公司净利润不超过 50%
5	净资产占比	发行人净资产占上市公司净资产不超过 30%
6	股份限制	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：华泰联合证券研究所整理

由于被分拆的子公司是到创业板上市，因此按照证监会的规定，被分拆上市的子公司需满足到创业板上市所具备的所有条件。

一、解析“分拆”

所谓分拆，就是指一个母公司通过将其在子公司中所拥有的股份，按比例地分配给现有母公司的股东，从而在法律上和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去，这时，便有两家独立的公司存在，而在此之前只有一家公司。这一新设的分拆公司公开发行新股并上市就称为分拆上市。

企业分拆分为“横向分拆”、“纵向分拆”和“混合分拆”三种类型。由于按照规定“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”，我们认为分拆到创业板上市的公司多属于混合分拆类型，即母公司是多元化经营的企业，被分拆的子公司主营业务和母公司的主营业务属于不同的行业。

目前，在 A 股市场上，存在着多家多元化经营的企业，且这些企业控股一家或多家高成长型、与母公司主营业务属不同行业的子公司，这些子公司有可能选择分拆到创业板上市。由于被分拆的子公司大多具备高成长性，而母公司会分享子公司分拆上市的溢价，因此，我们认为新规推出有望为投资者带来主板市场和创业板市场新的投资机会。

二、分拆上市的利弊分析

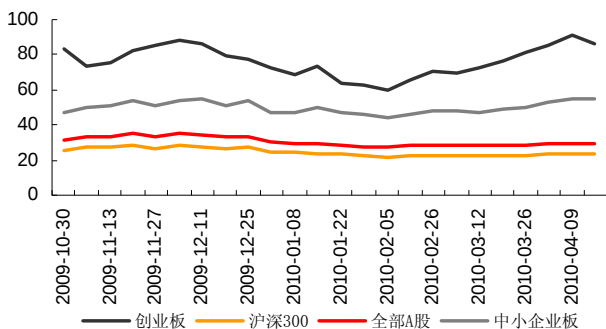
1、分拆上市的益处

1.1 提高市场价值和股东权益。

虽然上市母公司分拆子公司到创业板上市前后在持有子公司的股份数量和股份

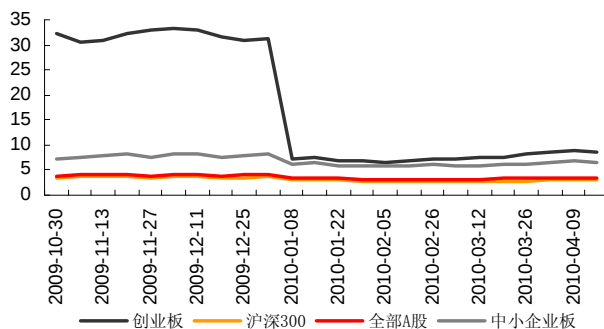
比例上没有变化，但是母公司可以分享子公司创业板上市之后的投资收益。相对于主板市场，创业板的上市公司估值指标如 P/E 和 P/B 等相对较高，子公司在创业板上市之后，母公司持有的子公司的资产能够获得资产溢价，提高母公司的投资收益、市场价值和股东权益。

图表 2 市盈率 P/E



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图表 3 市净率 P/B



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

1.2 提高融资能力，推动公司成长。

母公司的资产溢价将提升公司的资产估值，公司股价将随着公司资产价值的提升而上涨，扩大母公司的融资能力。母公司利用新增融资带来的资金，投资到新项目，扩大公司的盈利能力，推动公司成长。

1.3 完善公司治理，提高营运效率。

多元化经营的公司，可能会因为信息不对称导致资源分配的无效率，资源无法实现最优化配置下的效益最大化。而子公司的分拆，可以让母公司和子公司的管理层经营发展的战略更为清晰，集中精力经营其核心业务，实行专业化经营。专业化的经营将会提高营运效率和盈利能力，实现资源的优化配置。

同时，子公司在分拆以前，其管理层的利益和母公司股价相关性较弱。而在分拆上市之后，子公司成为独立的法人，拥有自己的股票，管理层利益和公司的成长、股价密切相关。这样就形成有效的委托代理机制，降低了代理成本，激励子公司管理层提高公司的盈利能力，在实现股东财富最大化的同时实现自身利益的最大化。

2、分拆上市的弊端

2.1 制造泡沫

主板市场股票的估值比创业板的股票要低。母公司分拆子公司到创业板上市，被分拆的资产可以得到更高的估值和资产溢价。相对过高的估值将会催生市场的泡沫，不利于市场的健康发展。

2.2 损害股东利益

被分拆的子公司在上市以后，如果缺少创新和高成长性，或者是出现经营管理方面的失误，将会导致此部分资产价值下跌甚至是完全损失。如果出现这种情况，分拆上市的子公司将会导致母公司的损失，损害股东的利益。

三、分拆上市案例分析

拆分到主板：东北高速

2010年2月10日，原ST东北高被分拆为龙江交通和吉林高速，是中国证券史上首个分拆主板上市公司到主板上市的案例。龙江交通和吉林高速在3月19日上市之后，受到投资者的高度青睐，两公司在3月23、24、25日均涨停。

东北高速分立试点为特殊案例，不具有推广性。东北高速在1998年7月31日设立，当时是由龙江高速以哈大高速公路的经营性净资产及其拥有的黑龙江省哈松公路大桥有限责任公司的权益、吉林省高速公路公司以昌平高速公路经营性净资产、华建交通以其在上述两路一桥中的投资作为出资。东北高速上市以来，一直存在股权关系不明晰，三方权益难以协调的问题，分拆成两家上市公司后，十年纠缠终于划上终止符。

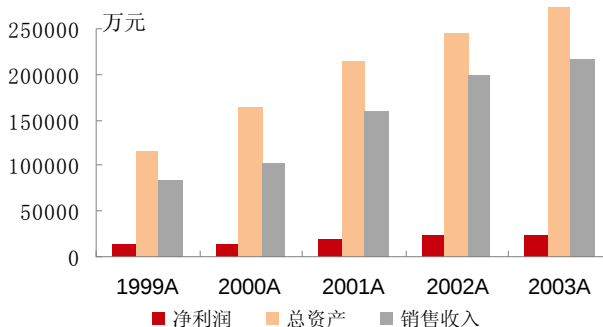
拆分到港股创业板：同仁堂

在我国金融市场的发展历程上，首家被分拆到创业板上市的是北京同仁堂股份有限公司。2000年10月31日，同仁堂分拆其控股子公司同仁堂科技在香港联交所创业板上市。发行价3.28港元，上市第一天开盘价4.00港元，最高5.20港元，收盘4.30港元，涨幅高达31%。而恒生指数当天涨幅仅为0.64%。溢价较为显著。

短期来看，同仁堂科技在香港创业板的分拆上市，给母公司同仁堂带来了巨大的投资收益。同仁堂投入同仁堂科技的1亿元人民币的资产在半年多之后，其市值倍增为4.73亿元，为同仁堂带来每股高达1.55元的投资收益。

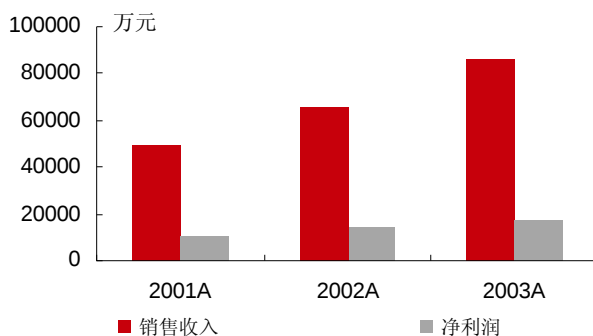
长期来看，同仁堂科技的分拆上市不仅使得同仁堂科技的销售收入和净利润大幅增加，而且也带来了母公司同仁堂的净利润和销售收入的大幅增加。因此我们认为，成功的分拆上市，对于推动母公司的公司治理和发展有很大的好处。

图表 4 同仁堂的净利润、总资产和销售收入



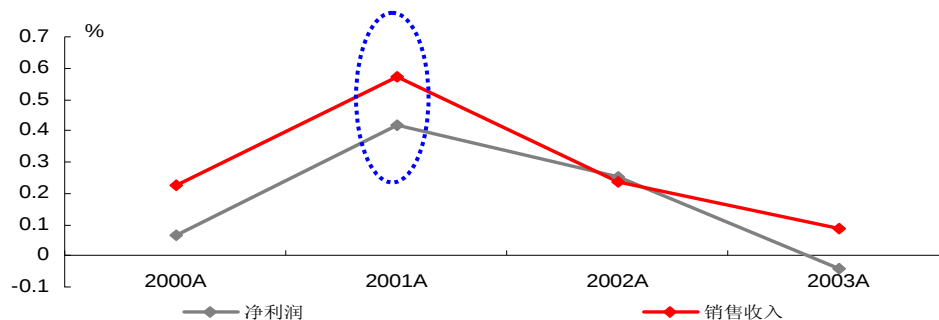
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图表 5 同仁堂科技的销售收入和净利润



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图表 6 同仁堂净利润和销售收入同比增长率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

四、分拆上市潜在标的公司

目前市场上的拆分概念股至少在 16 支以上 (见图表 7)。

图表 7 可能存在分拆子公司上市的企业

公司 代码	公司名称	所属行业	累积 涨幅	07 年净 利润 (万元)	08 年净 利润(万 元)	09 年净 利润 (万元)	09 年底净 资产 (万元)	收盘 价(元)	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
600100	同方股份	信息设备	24.72	44,075	25,143	25,711	724,659	27.27	0.54	0.72	50.08	3.39
600132	重庆啤酒	食品饮料	23.30	15,928	16,363	18,148	120,399	34.10	0.45	0.49	90.93	12.21
000661	长春高新	医药生物	10.13	16,951	51,111	13,110	69,094	49.00	0.83	1.13	61.38	11.94
600770	综艺股份	信息服务	7.00	6,529	2,684	3,300	120,820	21.31	0.00	0.00	286.81	7.15
000988	华工科技	信息设备	1.02	4,501	5,639	15,053	149,941	18.46	0.50	0.72	49.99	4.44
000938	紫光股份	信息设备	0.49	2,230	4,192	3,493	87,371	17.09	0.22	0.25	76.40	4.22
000503	海虹控股	信息服务	0.00	364	542	520	129,481	11.75	0.00	0.00	125.40	6.05
000915	山大华特	综合	-0.87	35,11	8,795	9,815	52,671	14.15	0.31	0.45	37.48	6.22
000009	中国宝安	房地产	-1.16	23,039	20,038	25,346	201,100	11.72	0.39	0.53	50.43	5.29
000839	中信国安	化工	-1.87	32,525	35,587	61,175	575,800	15.18	0.32	0.41	47.38	3.90
002054	德美化工	化工	-2.01	11,860	9,826	11,447	81,548	22.48	0.84	0.94	29.78	5.25
002091	江苏国泰	商业贸易	-3.07	8,054	12,756	14,753	83,760	32.16	0.77	0.95	42.41	8.33
600288	大恒科技	电子	-5.47	10,298	13,243	1,134	104,948	10.51	0.22	0.22	48.64	3.98
600590	泰豪科技	信息设备	-5.51	8,419	9,149	9829	167,711	18.70	0.48	0.67	39.02	3.90
600797	浙大网新	信息服务	-7.77	15,229	7,150	8,261	158,496	8.19	0.12	0.14	70.73	4.01
600884	杉杉股份	纺织服装	-12.75	11,270	9,603	9,516	348,844	21.07	0.30	0.47	90.98	2.39

资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

注 1: 以上资料的选取日期为 2010 年 4 月 16 日, 由于有些公司 09 年年报尚未披露, 相关数据用 09 年三季度报表的数据 (红色字体) 代替。

注 2: 其中累积涨幅表示从分拆上市相关政策信息被市场得知到现在的股价涨幅 (2010.4.13-2010.4.16)。

根据母公司分拆子公司到创业板上市需具备的条件和创业板上市的企业必须具备的条件，综合筛选后我们建议重点关注如下潜在标的：**同方股份、重庆啤酒、综艺股份、化工科技、海虹控股、中国宝安、德美化工、江苏国泰、杉杉股份**。

根据母公司控股股东类型、企业所分拆子公司的主营业务等我们将其划分为 4 种类型：产学研一体化类、新兴产业类、创投类和主辅业务不同类。

1、产学研一体化类

产学研一体化类的公司都和国内高校有着紧密的联系，依靠高校的研发优势，促进科技成果的转化，成为高新技术产业孵化器。如**同方股份**就属于这种类型。同方股份的大股东清华控股有限公司隶属于清华大学，清华控股分别持有同方股份 29.42% 股权。清华控股主要从事科技成果产业化、高科技企业孵化、投资管理、资产运营和资本运作等业务。由于依托清华大学，在技术研发、成果转化上能够给两个公司提供强有力的支持。

公司已经形成了信息系统、计算机系统、数字电视系统和能源环境四部分的盈利体系，涉及计算机、数字城市与行业信息系统、安防、数字电视系统、数字通信与装备、互联网应用与服务、环保、建筑节能等八大业务。依靠科技优势，孵化了威视、知网、微电子等 10 多个优质公司。

同方股份——旗下存在着拆分上市的子公司包括**同方威视、同方微电子和同方知网**。

同方威视参股的百事通拥有国内近 80% 的 IPTV 用户，且拥有 IPTV 全国性牌照，拥有完整的数字电视产业链。同方股份作为 IPTV 业务运营领域的先行者，品牌效应有利于其开展相关的运营服务和技术支持，从而分享三网融合带来的发展机遇。

同方知网主营互联网出版和知识信息服务、网络教育等，拥有国内 70% 的市场份额。

同方微电子在 RFID 的全产业链中进行布局，不断完善“芯片—读卡头—读卡器—系统集成软件”这一产业链条。公司参与制定了第二代居民身份证参式读写机具技术规范、RFID 电子标签国家标准等，是二代身份证 RFID 芯片四大供应商之一。公司在此方面的领先技术将有利于公司持续发展。

图表 8 同方股份子公司

子公司名称	参股关系	持股比例 %	注册 资本 (万元)	08 年净 利润 (万元)	母公司 09 年 3 季 末净利润 (万元)
同方威视技术股份有限公司	子公司	76	7500	N/A	25711
北京同方微电子有限公司	子公司	86	3160	63889.88	25711
同方知网(北京)技术有限公司	子公司	100	\$100 万	N/A	25711

资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

2、新兴产业类

某些多元化经营的企业的子公司的业务属于新能源等新兴产业，具备创新能力和

良好的成长性，且受到国家产业政策的支持。这类公司主要有**中国宝安、江苏国泰、杉杉股份**。

2.1 中国宝安

该公司主营业务包括高新技术产业、生物医药业和房地产业。09 年，新能源、地产、制药分别增长 51%、9%、21%。净利润 2.5 亿，同比增速 26%。其主营业务为房地产，目前土地储备 308 万平米，主要分布在深圳、海南和三亚等地，土地成本低廉，赢利性较好。

公司的下属子公司深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司具备分拆上市的潜力。该公司锂电池负极材料国内第一，世界第二，且准备在深圳工业国内扩大产能。该公司编制的负极材料国家标准 5 月实施，进一步强化其标杆地位。09 年实现收入 2.66 亿（增长 41%），净利润 6650 万（增速 74%）。

图表 9 中国宝安子公司

子公司名称	参股关系	持股比例 %	注册 资本 (万元)	09 年净 利润 (万元)	母公司 09 年 净利润 (万元)
深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司	子公司	54.76	5000	6646.17	25346

资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

2.2 江苏国泰

公司主要有两方面的业务，一是国际贸易，二是新材料。在国际贸易方面，2010 年全球经济复苏，外需增长，将为外贸业务提供良好的经营环境。经营策略上，公司将继续深化外贸产品结构调整，提高中高档服装的出口比重，扩大欧美市场。预计其贸易业务将稳定增长。

在新材料方面，主要由于其子公司张家港市国泰华荣化工新材料有限公司经营。该公司存在被拆分上市的可能性。其主要产品是硅烷偶联剂、六氟磷酸锂和锂电池电解液，和新能源汽车有关，受益于国家产业政策。华荣化工是国内锂离子电池电解液的龙头企业，公司公告新建 3000 吨/年电解液和 3000 吨硅烷偶联剂项目，将使得其电解液产能达到 5500 吨，进一步发挥规模优势。六氟磷酸锂是电解液最核心的原材料，该项目正在设备安装调试之中，预计成功的可能性较大，将成为公司新的利润增长点。

图表 10 江苏国泰子公司

子公司 名称	参股关系	持股比例 %	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	07 年净 利润 (万元)	08 年净 利润 (万元)	09 年净 利润 (万元)	母公司 09 年净利润 (万元)
张家港市国泰 华荣化工新材 料有限公司份 有限公司	子公司	78.9	6200	27928.30	3148.71	4789.22	5803	14753

资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

2.3 杉杉股份

杉杉股份有三大业务，分别为服装、锂电池材料、投资。2009 年服装、锂电池材料收入分别为 13.29 亿、7.76 亿，投资业务完成了 50 多个 PRI-IPO 项目的论证。公司的服装业务发展稳定，未来将借助伊藤忠的平台，引进国际品牌。公司旗下的公司湖南杉杉新材料有限公司由于从事新能源产业，存在被拆分的可能性。湖南杉杉正极材料规模国内第一、钴酸锂年产能 4000 吨，技术与鞍山热能院合作。目前正与中南大学合作开发磷酸铁锂正极材料。公司负极材料规模全国第一，年产能 5000 吨。公司电解液年产能 2000 吨，全国第二，仅次于国泰华荣。公司和外资企业共同开发位于澳大利亚西部的 Yerilla 镍钴矿。镍钴是正极材料的重要原料，公司通过此方式巩固了其作为正极材料领先供应商的地位。成长潜力巨大。

图表 11 杉杉股份子公司

子公司名称	参股关系	持股比例 %	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	07 年净利润 (万元)	08 年净利润 (万元)	09 年净利润 (万元)	母公司 09 年净利润 (万元)
湖南杉杉新材料有限公司	子公司	75	5000	46296	1661	1913	2306	9516

资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

3、创投类

华工科技紧紧围绕着激光技术极其应用，发展了激光器及激光装备、光通讯器件、图像防伪和敏感电子元器件这四项主营业务，这四块业务均进入了需求拉动产能爆发的飞跃性拐点。紫外激光器自主生产和激光高精密微细制造设备未来需求非常大，带来公司持续发展；光电传感器受益 3G 和三网融合；激光防伪与 RFID 结合，切入物联网产业链，未来看好。

公司的联营公司武汉华工创业投资有限责任公司有望分拆上市。该公司主要从事对高新技术企业和产品的投资，并对其提供融资服务、资本经营的中介和增值服务，华工创投连续五年入选“中国创业投资年度排名 50 强”。华工创投所投资的企业发展前景看好。其中，华中数控、天喻信息、新型电机和蓝星科技均已完成股改，成长性良好，有很好的发展潜力。

图表 12 华工科技子公司

子公司名称	参股关系	持股比例 %	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	09 年净利润 (万元)	母公司 09 年净利润 (万元)
武汉华工创业投资有限责任公司	联营企业	32.48	10280	29950.38	2166.05	15053

资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

4、主辅业务不同类

综合类公司的主营业务和子公司的主营业务属于不同的行业类型，子公司在所在的业务领域有着独特的地位，具备较好的成长性，存在着被分拆到创业板上市的可能性。此类公司有海虹控股、综艺股份、重庆啤酒和德美化工。

4.1 海虹控股

海虹控股目前的主要业务领域集中在医药电子商务、数字娱乐、高科技化纤等三个方面。在主营业务方面，公司是唯一一家获得医药电子商务牌照的公司，也是国内政府采购唯一指定的电子商务公司，是我国医药电子商务的龙头企业。

其旗下的北京联众电脑技术有限责任公司存着分拆上市的可能。

北京联众电脑技术有限责任公司主要从事数字娱乐业务，公司下属的联众世界是世界最大的游戏网站之一，在国内网络休闲游戏中名列前茅，截至 2009 年，联众共拥有近两亿注册用户，一周上下线人数 1000 多万，每月活跃人群达 1500 万，最高同时在线人数 70 万。联众世界和全球软件霸主微软公司展开合作，成为 MSN 游戏频道的合作伙伴。联众已经并准备推出包括中文简体、中文繁体、英文、日文、韩文等多语种版本，并在中国大陆、中国台湾、美国、日本、韩国等国家和地区架设了服务器，为联众新世界最终面向全球提供了有力的拓展平台。随着公司国际化的经营战略和经营规模的扩大，其利润水平有望保持快速增长。

图表 13 海虹控股子公司

子公司名称	参股关系	持股比例 %	07 年净 利润 (万元)	08 年净 利润 (万元)	09 年净 利润 (万元)	母公司 09 年 3 季末 净利润 (万元)
北京联众电脑技术有限 任公司	子公司	50	-1513	-36	65	283

资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

4.2 综艺股份

综艺股份是多元化经营的企业，拥有大量的子公司，涉及软件、新材料、电子元器件等行业。多项核心技术国内领先。公司目前控股的数家高科技企业不仅居于行业的领先地位，而且还是相关行业标准的制定者。高温超导滤波器和银行密码数据安全芯片更是行业垄断产品。这些产品在国内 3~5 年内难以出现竞争对手，应用前景非常广阔，为公司未来业绩的爆发式增长创造了可能。控股连邦软件，受益于正版软件的推广。公司还拥有中国唯一具有自主知识产权的 CPU——龙芯。电子密码支付器芯片和非晶/微晶薄膜太阳能电池具有较好的竞争力。企业综合实力较强。

潜在拆分上市子公司有综艺超导科技有限公司。

综艺超导科技有限公司---该公司是继美国 STI 公司之后全球第二家能够进行

高温超导滤波技术研究、开发以及工程化实施的高新技术企业，是清华大学与综艺股份等多家股东共同投资创立的超导技术产业化平台。在国内高温超导滤波领域处于领先地位，研究成果经鉴定达到国际先进水平，具备良好的成长性。

图表 14 综艺股份子公司

子公司名称	参股关系	持股比例 %	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	07 年净 利润 (万元)	08 年净 利润 (万元)	09 年净 利润 (万元)	母公司 09 年净利润 (万元)
综艺超导科技 有限公司	子公司	50.1	6000	6997	978.49	1054.15	268.1	3300

资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

4.3 重庆啤酒

公司主营啤酒业务。从过去几年的销售收入和销量分析，可见公司销量在 2004 - 2006 年处于快速增长，最近几年销量基本稳定，产品结构的调整带动收入的增长。由于有强的定价能力和区域垄断市场使得该公司的利润率较高。未来将受益于成渝经济区域城镇化的推进和西部大开发的政策。

可能被拆分上市的子公司是**重庆佳辰生物工程有限公司**。该公司的乙肝疫苗生成项目有望实现突破。治疗性乙肝疫苗的临床试验顺利，以北京大学人民医院为中心实验室的“治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗治疗慢性乙型肝炎的疗效及安全性的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 2 期临床研究正在全国 16 家医院开展临床试验，有望实现突破。

图表 15 重庆啤酒子公司

子公司名称	参股关系	持股比例 %	注册资本 (万元)	09 年净 利润 (万元)	母公司 09 年净利润 (万元)
重庆佳辰生物工程有限公司	子公司	85.1	8700	N/A	18148

资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

4.4 德美化工

德美化工是一家民营企业，主营业务是纺织化学品和环戊烷。公司的纺织化学品主要是印染助剂，后整理剂是公司的专长。公司是业内龙头。受益于下游纺织服装行业的恢复，整个行业迅速进入景气周期。纺织助剂作为纺织印染的添加剂，能够改善面料品质、提高纺织品附加值，在纺织品质性能提高过程中其需求将获得增长。环戊烷是一种环保发泡剂，应用于冰箱冰柜领域，是氟利昂等发泡剂的替代品。目前国内大型冰箱企业基本都是采用环戊烷作为发泡剂，美龙公司是国内两家环戊烷龙头企业之一，我们预计该行业未来会保持一种稳定的状态。子公司天原集团、奥克股份、湖南尤特的成长为公司带来可观利润。宜宾天原即将上市，股权投资提升德美化工价值。

存在被拆分上市的子公司是**辽宁奥克化学股份有限公司**。奥克股份是国内规模最大的环氧乙烷精细化工新材料企业，专注于环氧乙烷精细化工新材料的研究、生产和销售。以聚乙二醇为基础产品，以太阳能光伏电池用晶硅切割液和高性能混凝土减水剂用聚醚单体两大系列产品生产和销售为主的主营业务。奥克股份的太阳能光伏电池用晶硅切割液占据国内 70%以上的市场分割，是全球规模最大的太阳能光伏电池用晶硅切割液专业制造上；高性能混凝土减水剂用聚醚单体也占据国内市场 25%的份额。有良好的成长性和创新能力。

图表 16 德美化工子公司

子公司名称	参股关系	持股比例 %	07 年净 利润 (万元)	08 年净 利润 (万元)	母公司 09 年 3 季 末净利润 (万元)
辽宁奥克化学股份有限公司	联营企业	10	3370	9300	11447

资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com