



2010 年 4 月 28 日

主题投资

分拆上市或引发中国 PE 狂潮

内容提要

1) 我们目前政策框架内将实施的绝大多数将是狭义的分拆，即分拆后，原股东是通过母公司（原上市公司）间接持有在创业板分拆上市的公司股份。

2) 国内创业板由于估值极高，使得分拆上市成为提高资产价格的一个极具吸引力的手段，这使得分拆上市有望成为众多上市公司趋之若鹜的行为。但是，分拆之后，公司的实际经营利润并无确定性的改善。

3) 这项政策的打开，很可能引发中国 PE 投资的狂潮。这种过量的趋势，若不及时加以调控，可能造成 PE 市场的泡沫化，进而引发经济泡沫，隐藏巨大危机。

4) 我们更倾向于长期跟踪并投资于具有众多分拆上市资源的上市公司，同时，这类公司也表现出明显的资本运作倾向，长期执行投资孵化器战略。我们认为这样的投资标的具有长期的价值。

投资策略

股票选择上我们采用主题投资的几个原则（以下按照重要性从高到低排列）：

- 1 长期的分拆资源
- 2 市场认可度高
- 3 估值尚可
- 4 未遭过度炒作。

本文仅说明我们认为所推荐品种具有长期中受益于这一主题的可能性，具体操作仍应结合大市及个股走势分析。

推荐品种

复星医药 同方股份 综艺股份

王翀

执业证书编号 S1300208080280

奚伟东 S1300208050269

对此报告亦有重大贡献

021-68604866-8627

Chong.wang@bocigroup.com

中银大厦 40 层
银城中路 200 号
上海市浦东新区

中银国际证券有限责任公司

今年4月13日，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。此事激起投资市场的高度关注。

分拆上市有广义和狭义之分，广义的分拆包括已上市公司或者未上市公司将部分业务从母公司独立出来单独上市；狭义的分拆指的是已上市公司将其部分业务或者某个子公司独立出来，另行公开招股上市。分拆上市后，原母公司的股东虽然在持股比例和绝对持股数量上没有任何变化，但是可以按照持股比例享有被投资企业的净利润分成，而且最为重要的是，子公司分拆上市成功后，母公司将获得超额的投资收益。我们目前政策框架内将实施的绝大多数将是狭义的分拆，即分拆后，原股东是通过母公司（原上市公司）间接持有在创业板分拆上市的公司股份（也即否定了东北高速分拆的模式）。

比较有名的分拆案例有北大青鸟分拆青鸟环宇到香港创业板上市，同仁堂分拆同仁堂科技到香港创业板上市等。早期的分拆并未引起市场高度关注原因在于境外市场创业板估值水平一般，分拆对于母公司来说，未见可观的利益。

而国内创业板由于估值极高，使得分拆上市成为提高资产价格的一个极具吸引力的手段，举例来说，原母公司在A股市值为50亿元，而分拆上市后的子公司很可能市值就超过50亿元（一般教科书中会举Palm公司案例，这在发达市场是特殊现象，但在国内创业板如此高估值的情况下，很可能会涌现诸多案例），这使得分拆上市有望成为众多上市公司趋之若鹜的行为。

但是，我们需要注意的是，其实分拆与否，公司的实际经营利润并无确定性的改善（虽然说分拆可能带来一些理论上的经营好处，例如管理机制的改善，子公司的品牌提升等等），而整个价值蛋糕的做大，主要是利用了创业板的高估值，本质上是一种套利行为。我们可以看到，将社会一般非上市资产上市，完成了一次从社会一般企业估值到主板上市公司估值的套利，然后分拆又完成了一次主板上市公司向创业板估值套利的过程。分拆上市本质上是资本游戏，对于创业板（即被套利市场）的估值有负面影响。

我们认为，这项政策的打开，很可能引发中国PE投资的狂潮，之所以使用狂潮一词，是因为目前国内PE投资已经火热，事实上反映出的是资本过剩，供需失衡是倒向拟上市资源这边。而这项政策将使上市公司看到一个清晰的资本运作盈利模式，将导致更多的资本进入PE市场，加剧PE投资市场的资本过剩。未来数年，上市公司对于非上市公司的投资和购并将大大提速。虽然这符合国内产业结构调整的方向，符合引导资本向创新企业流动，但这种过量的趋势，可能造成PE市场的

泡沫化，进而引发经济泡沫，隐藏巨大危机，需要政府部门引起关注。

话题转回主板上市公司的投资机遇问题，我们认为对于可以实施分拆的主板公司来说，这一政策为其提供了资产增值的机会。虽然分拆前后，对于母公司的利润并无确定性的改善和变化，但母公司资产价值得以重估，并具有高价套现资产，提高再投资能力的作用，影响无疑是正面的。但对于可分拆子公司数量有限的主板公司来说，这种机会仅仅是一次性的。用个相近的简明类比例子来说，就相当于政策允许百货公司对其地产价值的重估。这也意味着对于分拆资源有限的公司来说，其投资或者说炒作机会是一次性的，考虑到资本市场的发掘效率，我们认为其中剩下的投资机会有限，基本上是利用投资者的热情进行搏傻。而我们更倾向于长期跟踪并投资于具有众多分拆上市资源的上市公司，同时，这类公司也表现出明显的资本运作倾向，长期执行投资孵化器战略（事实上已经具备 PE 的性质）。我们认为这样的投资标的具有长期的价值，并不会因一阵风过去而尘归尘土归土。同时，由于投资市场无法准确估量这类公司的未来上市资源，使其具备了投资机遇。

行业		市场认为具有分拆上市条件的公司一览							
石油化工	辽通化工	双良股份							
有色金属	中金岭南								
电力	九龙电力	国电电力							
钢铁	首钢股份								
电力设备	许继电力	特变电工							
基础化工	德美化工								
食品饮料	恒顺醋业	维维股份	莫高股份	西藏发展	伊力特	酒鬼酒	老白干酒	重庆啤酒	
农林牧渔	新希望								
纺织服装	杉杉股份	红豆股份	福日股份	华芳纺织	江苏阳光	金飞达			
社会服务	中青旅								
医药生物	复星医药	上海医药	康恩贝	千金药业	昆明制药	山大华特	长春高新		
综合	山大华特								
汽车	宇通客车								
物流	澳洋顺昌								
电子	长城开发	综艺股份	大恒电子	泰豪科技	东方电子	深圳华强			
通信	中兴通讯	厦门信达							
传媒	鹏博士								
计算机	同方股份	紫光股份	诚志股份	海虹控股	华工科技	浙大网新			
房地产	中国宝安								
化工	中信国安								
商业贸易	江苏国泰								

数据来源：中银国际整理

以上表格为目前市场上认为有分拆上市可能的公司（本表既不 100%包罗所有，也不表示所列示公司确定具备分拆条件和可能，仅表示市场认可的投资对象），我们认为这批公司在投资者认可这一层面上是具备分拆题材的炒作条件的，短期内的股价因而有潜在的空间。但出于我们以上的种种分析，我们仅仅推荐少量值得长期关注并投资的公司，我们并不认为分拆上市是一个短期主题，将来势必会有更多的上市公司为自身储备分拆资源，这种过程将来自于投资和并购。

本主题报告重点推荐公司

复星医药（600196.SH）

复星医药所属复星集团具有明显的投资运作战略倾向，集团拥有在国内较有影响的专门 PE 基金，资本运作已经成为主要的盈利模式。复星医药的控股公司万邦、药友、桂药高速增长，万邦自身收入利润增幅双双超过 40%，完成了对万邦复临药业的整合，药友收入增长 31%，利润增长 45%，实现了对凯林的整合。参股公司经营情况也普遍良好，公司参股公司中除了国药产业投资（国药控股母公司）高速增长之外，水晶光电、金城医化、澳林制药、湖南汉森、老娘舅等都实现了高速增长。同时，公司依然采用激进的行业并购战略为上市公司“购买”业绩，报告期内，复星获得胃药生产企业摩罗丹药业 70% 股权，参股山河药辅 20% 股权，投资杭州迪安检测中心进入检测外包领域，通过投资美中互利（拥有和睦家品牌医院）进入医疗服务市场。复星医药可供分拆的子公司有湖北新生源、花红药业、复创医药、长征医学和创新科技。

清华同方（600100.SH）

公司主营业务主要集中在信息产业和能源环境两大产业，其中，信息产业分为计算机系统本部、应用信息系统本部、数字电视系统本部共三大本部，涉及计算机、数字城市与行业信息化、安防系统、数字电视系统、数字通信与装备制造、互联网应用与服务等六大领域；能源环境产业设立能源环境本部，涉及环保与建筑节能两大领域。目前公司在安防、数字楼宇、数字电视设备及运营等多个行业和领域均已发展成为领军企业，同时公司其他业务在所属领域的市场份额也能排在前十名以内。按照公司分拆业务的思路，主要选择资金需求较大且未来有一定发展潜力的思路出发，公司未来在数字电视和LED业务方向存在着一定的可能性。近年来，公司一直围绕数字电视产业链进行全面的产业布局，预计未来几年，在我国三网融合逐步实施的背景下，公司数字电视系统业务有望获得快速发展；LED：在顺义天竺出口工业园投资建设的第一期十五条LED生产线已进入生产阶段，公司已初步具备从芯片生产到LED灯具设计、实施和应用的完整产业链。近年来，公司还加大了发展前景广阔的液晶背光源领域的投入力度，目前公司该业务已经实现量产。

综艺股份（600770.SH）

公司经过多年投入、调整和优化，重点发展方向为标准、PE 和渠道，重点发展领域为微电子、软件及网络服务、超导技术、股权投资等，并逐步置换出传统的非高科技业务。目前公司主营业务战略布局基本完成，公司已经转型为以信息技术为核心的高科技投资企业。以新能源为龙

头，信息产业和股权投资为两翼的产业布局已在2009 年初步形成。对于重点发展的新能源产业，公司完成了首条非晶薄膜生产线的建设并顺利投产，为公司新能源产业发展战略的实施奠定了良好基础。此外，综艺超导获国家技术发明二等奖的殊荣，产品也将在新的年度进入实质性运用；深圳毅能达顺利全面通过了其申请的全部银联资质认证项目，包括银联磁条卡生产、银联（接触式/非接触式）IC 卡封装等系列资质认证；南通兆日与天一集成为在信息安全领域的集成电路设计生产和销售方面取得更大的市场占有率；神州龙芯成功研制出采用龙芯系列CPU 和云计算技术的智能化终端产品，成为“中国虹计划”首批指定采购产品。这些项目都有可能成为公司分拆上市的好的标的。

此处故意留白，下页有免责声明

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告的编写和发布严格遵守中华人民共和国(为本免责声明的目的不包括香港、澳门特别行政区和台湾地区)的适用法律、法规和监管部门的规定。未经中银国际证券有限责任公司(以下简称“本公司”)事先书面允许，收件人不得更改或以其他方式传送、复印或向任何其他人士发放此报告的材料、内容或复印件。本公司保留对任何侵权行为和有悖本报告原意的引用行为进行追究的权利。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为本公司或本公司关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给收件人作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。本公司不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议，或保证任何投资或策略适用于收件人的个别情况，本报告不能作为收件人私人咨询的建议，而收件人不会因为收到本报告而成为本公司的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员从相信可靠的来源取得或达到，但本公司不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司本身网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到本公司网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本公司的立场。

本公司 2008 版权所有。保留一切权利。