

报告日期：2019 年 06 月 28 日

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

分析师：包婷 S1070517060002

☎ 021-61680357

✉ baoting@cgws.com

联系人（研究助理）：王小琳

S1070118060039

☎ 021-31829693

✉ wangxl@cgws.com

相关报告

<<中美贸易摩擦演绎和相关行业影响分析>> 2019-05-16

<<如何从资金面角度理解本轮行情>> 2019-05-09

<<18 年年报业绩大幅下滑，一季度有所回升>> 2019-04-30

探究分拆上市制度及科创板潜在机会

——分拆上市专题研究报告

核心观点

- 目前，我国对分拆上市仍没有明确的定义，监管细则和具体操作规范相对缺失，因此分拆上市这一资产重组方式在实践领域较少涉及。今年 3 月《科创板上市公司持续监管办法（试行）》中明确提到，“达到一定规模的上市公司，可以依据法律法规、中国证监会和交易所有关规定，分拆业务独立、符合条件的子公司在科创板上市”，分拆上市监管细则有望逐渐落地，未来分拆上市数量有望增多。我们首先需要明确分拆上市的含义究竟是什么，以及中国分拆上市和其他市场分拆上市有何区别。本文分别分析了美国、中国和香港分拆上市的相关规定及部分案例，并且寻找了分拆上市的相关潜在标的和投资机会，尤其是分拆子公司到科创板上市的潜在机会。
- **分拆上市的含义：**一篇在《证券法苑》上刊登的文章——《上市公司分拆上市的利弊分析及监管要点》将公司分立划分为“物的分立”和“人的分立”。“物的分立”子公司的股权归属于母公司，“人的分立”子公司的股权被分配给母公司的股东。我国《公司法》允许公司进行业务分立，但是并未说明可以采取哪种方式进行分立。从税收管理的角度来看，财政部的相关规定允许“将子公司的股权分配给母公司的股东”，即允许“人的分立”。从我国证券市场相关规定和实际案例的角度来看，分拆后母公司往往仍持有部分子公司的股权，实际操作中分拆上市多数代指这种“物的分立”。目前，我国在法律层面上仍没有对“分拆上市”进行明确定义，具体监管细则也相对缺失。
- **美国的分拆上市：**美国主要采用两种模式，股权分拆（Spin-off）和股权剥离（Carve-out）。美国分拆上市运用较普遍，每年分拆上市的数量为 30 起左右。分拆后子公司的收益率表现较好，“彭博美国分拆指数”收益率明显高于同期标普 500 收益率。美国并未制定专门的分拆上市规则。从法律适用的角度来看，分拆上市规则散见于公司法、证券法、破产法、税法、反垄断法案、交易所上市审查规则当中。【案例：eBay 分拆 PayPal、BP 分拆 BP Midstream Partners】
- **中国的分拆上市：**目前中国对于分拆上市的相关规定较少，主要是 2004 年的《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》，和 2010 年证监会公布的境内上市公司分拆子公司到创业板上市的 6 项条件。这些规定主要聚焦公司盈利能力、同业竞争、关联交易、公司独立性、利益输送等问题，并对子公司净利润、净资产占母公司的比重做出规定。2010 年之后，监管层对分拆上市的态度逐渐调整为“从严把握”，因此 A 股分拆上市的成功案例数量相对较少。
- ✓ **分拆子公司在 A 股上市：**A 股上市公司在分拆后大多仍持有子公司的部分股权，没有符合“人的分立”定义的分拆案例，近似的只有外

高桥分拆畅联股份。截至目前的成功案例都是以“控股转参股”的形式来实现的。【案例：中兴通讯分拆国民技术、康恩贝分拆佐力药业、轻纺城分拆会稽山、外高桥分拆畅联股份】

- ✓ **分拆子公司在新三板挂牌:** 分拆子公司在新三板挂牌的限制要求相对较少，因此在新三板挂牌的子公司的数量较多。根据 Choice 统计，新三板目前有 546 家公司为上市公司的参股企业，其中上市公司为第一大股东的有 139 家。【案例：大族激光分拆元亨光电】

- **香港的分拆上市:** 香港的分拆上市中既存在“物的分立”，又存在“人的分立”。A 股上市公司的子公司分拆到香港上市主要有两种路径，一是分拆境内子公司在香港上市（“H 股”），二是分拆境外子公司在香港上市，（“红筹”）。此外，联交所也允许通过介绍方式来实现分拆上市。联交所对分拆子公司单独上市的规定集中在《上市规则》第 15 项当中，重点关注分拆上市对母公司盈利能力的影响、子公司股份的分配、母公司股东对分拆上市事宜的表决权、母子公司独立性等四个方面的问题。【“H 股”案例：特变电工分拆新特能源】【“红筹”案例：中国银行分拆中银航空租赁】【“介绍上市”案例：碧桂园分拆碧桂园服务】

- **分拆上市的动因总结:** (1) **提升母公司和子公司的股价，获取股价收益。** 在母公司公告宣布将分拆子公司上市后，母公司的股价可能会得到短期的提振效应。多项实证研究显示分拆之后子公司和母公司均会获得长期超额收益，子公司超额收益更高。(2) **有利于实施核心化战略，有利于各自的长远发展。** 子公司可以由自己的董事会衡量管理、财务和资源问题，并自主做出决策。母公司可以将注意力和资源集中在其核心业务上。(3) **对成长业务重新估值，向投资者传递公司价值被低估的信号。** 如果公司的高成长业务能被拆分出来单独上市，子公司将获得更高的估值溢价，不再被母公司相对较低的估值所拖累。(4) **拓宽融资渠道，提高母公司流动性。** 部分公司选择用分拆子公司上市的方式来获取融资资金，再利用这些融资资金改善整个母公司的经营状况。(5) **有利于推动子公司高管的股权激励。** 分拆前上市公司的股权激励难以覆盖到子公司的高管，分拆后对子公司的管理层将产生更大的激励作用。

- **分拆子公司到科创板上市可能使用新的估值方法:** 科创板的上市指标对盈利和净资产的要求相对宽松，因此传统的 PE、PB、PEG 等估值方法可能需要改变。分拆子公司到科创板上市可能将更多使用“分部估值法”，即对多元化经营企业的不同业务使用不同的估值方法。初创期企业可以对未来市场空间、价值规模进行估计，再倒推出现值，可使用 BS 模型、VM 指数、实物期权法或 PS 估值。成长期企业多数具有经营现金流，但尚不具备净利润，可用的估值方法有 PS、EV/S 等。

- **分拆子公司到科创板上市的潜在投资机会:**

已经明确表态将分拆子公司到科创板上市的相关公司: 截至目前，A 股已有 9 家企业明确表态将分拆旗下子公司至科创板上市，分别是东港股份、西部材料、岭南股份、金固股份、深康佳 A、上海电气、力帆股份、乐普医疗、盈峰环境。港股有 2 家上市公司已经分拆子公司至科创板申报上市，分别是威胜控股、微创医疗。这些意向分拆的企业大致可分为 3 种类型，

PE 孵化器模式（上海电气等）、业务相同/相近模式（西部材料、微创医疗等）、业务不同模式（东港股份、岭南股份等）。

新三板转科创板的潜在机会：对于曾经分拆子公司去新三板挂牌的 A 股上市公司而言，如果相关子公司满足科创板上市要求，未来不排除分拆至科创板上市的可能。目前已有生益科技作为第一大股东的联瑞新材从新三板转去科创板申请上市。后续相关机会有望增多。

拥有多产业平台上市公司的潜在机会：旗下拥有多产业平台的上市公司也具备分拆上市至科创板的潜在条件。例如同方股份旗下的一批有一定业务规模的控股子公司，包括同方威视、同方微电子等；中国宝安旗下拥有电池负极材料龙头企业贝特瑞、新三板公司友诚科技等。其他类似的企业还有综艺股份、复星医药、物产中大等。

券商投行业务有望增厚：未来 A 股的分拆上市必然将给券商投行 IPO 业务带来大市场，头部券商的投行业务有望受益。

- **风险提示：**经济超预期下行风险；海外市场波动风险；政策落地不及预期风险。

目录

1. 什么是分拆上市？	6
1.1 分拆上市的含义	6
1.2 分拆上市的常见模式	7
2. 美国分拆上市相关规则及案例	7
2.1 美国分拆上市的主要模式和现状	7
2.2 美国关于分拆上市的主要规定	8
2.3 美国分拆上市的案例	10
2.3.1 Spin-off 模式案例	10
2.3.2 Carve-out 模式案例	11
3. 中国分拆上市相关规则及案例	12
3.1 中国关于分拆上市的主要规定	12
3.1.1 A 股上市公司分拆到境外上市的规定	12
3.1.2 A 股上市公司分拆到创业板上市的规定	12
3.1.3 A 股上市公司分拆到新三板挂牌的规定	13
3.2 分拆子公司在 A 股上市的案例	14
3.3 分拆子公司在新三板挂牌的案例	18
4. 香港分拆上市相关规则及案例	21
4.1 香港关于分拆上市的主要规定	21
4.2 香港分拆上市的模式及案例	21
4.2.1 分拆境内子公司在香港上市（“H 股”模式）	21
4.2.2 分拆境外子公司在香港上市（“红筹”模式）	23
4.2.3 介绍上市（Way of Introduction）	24
5. 案例总结：分拆上市的动因	25
6. 分拆子公司到科创板上市的潜在投资机会	27
6.1 分拆子公司到科创板上市的相关规定	27
6.2 分拆子公司到科创板上市可能使用新的估值方法	28
6.3 已经明确表态将分拆子公司到科创板上市的相关公司	29
6.3.1 已经明确表态公司的情况汇总	29
6.3.2 明确表达分拆意向公司的共同特征	32
6.4 新三板转科创板的潜在机会	33
6.5 拥有多产业平台上市公司的潜在机会	34
6.6 券商投行业务有望增厚	34
7. 风险提示	34

图表目录

图 1: 美股每年完成的分拆上市数量	8
图 2: 监管层对分拆子公司到创业板上市的态度变化	13
图 3: 畅联股份上市前和外高桥、浦东新区国资委的股权关系	14
图 4: 元亨光电新三板挂牌前的股权结构	19
图 5: 新特能源上市前的股权结构	22
图 6: 协议控制模式 (VIE 模式)	23
图 7: 中银航空租赁上市前的公司架构	23
表 1: 美国两种拆分上市模式比较	7
表 2: 彭博美国分拆市指数跑赢市场	8
表 3: 美国涉及分拆上市的相关规定	9
表 4: eBay 分拆 PayPal 后两家公司的收益率、PE 和 ROE	10
表 5: BP 分拆 BPMP 后两家公司的收益率、PE 和 ROE	11
表 6: 2004 年证监会《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》	12
表 7: 新三板挂牌一般性条件	13
表 8: 新三板挂牌特殊性条件 (同业竞争和关联交易问题)	13
表 9: 分拆子公司在 A 股上市案例 (股权变更过程汇总)	15
表 10: 康恩贝和佐力药业的盈利情况 (2007-2010)	15
表 11: 中兴通讯分拆国民技术后两家公司的收益率、PE 和 ROE	17
表 12: 康恩贝分拆佐力药业后两家公司的收益率、PE 和 ROE	17
表 13: 轻纺城分拆会稽山后两家公司的收益率、PE 和 ROE	18
表 14: 外高桥分拆畅联股份后两家公司的收益率、PE 和 ROE	18
表 15: 元亨光电和大族激光的主要财务指标以及占比情况 (2011-2012)	19
表 16: 大族激光分拆元亨光电后两家公司的收益率、PE 和 ROE	20
表 17: 香港联交所《上市规则》第 15 项	21
表 18: 特变电工分拆新特能源后两家公司的收益率、PE 和 ROE	22
表 19: 中国银行分拆中银航空租赁后两家公司的收益率、PE 和 ROE	24
表 20: 碧桂园分拆碧桂园服务后两家公司的收益率、PE 和 ROE	25
表 21: 部分公司宣布分拆子公司上市后的短期相对收益情况	25
表 22: 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答 (二)》关于分拆到科创板上市的问题	27
表 23: 科创板重点推荐行业可能使用的估值新方法	28
表 24: 深交所问询函及东港股份答复	30
表 25: 已明确表态将分拆子公司到科创板上市的相关公司	31
表 26: 部分科创板分拆上市潜在公司的持股情况、资产占比、净利润占比	33
表 27: A 股分拆新三板公司至科创板上市的潜在标的	33

分拆上市在海外市场尤其是发达国家市场被广泛运用，但是分拆上市在中国 A 股市场的成功案例相对较少。目前，我国对 A 股上市公司分拆子公司上市仍没有明确的定义，监管细则和具体操作规范相对缺失，因此分拆上市这一资产重组方式在实践领域较少涉及。今年 3 月 1 日，证监会发布的《科创板上市公司持续监管办法（试行）》中明确提到，“达到一定规模的上市公司，可以依据法律法规、中国证监会和交易所有关规定，分拆业务独立、符合条件的子公司在科创板上市”，后续分拆子公司的具体操作规范和监管细则有望逐渐落地。目前已有一些上市公司明确表达了分拆子公司到科创板上市的意愿，未来 A 股上市公司分拆子公司的案例也有望逐渐增多。我们需要弄清的是，分拆上市的含义究竟是什么？以及中国的分拆上市和美国等发达国家的分拆上市有何区别？最后我们也将寻找分拆上市的相关潜在标的和投资机会，尤其是分拆子公司到科创板上市的潜在机会。

1. 什么是分拆上市？

1.1 分拆上市的含义

一篇在《证券法苑》上刊登的文章——《上市公司分拆上市的利弊分析及监管要点》（陈洁，徐聪，2017）将公司分立划分为“物”的概念和“人”的概念，区别在于分拆后子公司的股权归属于母公司还是母公司的股东。

- **所谓“物的分立”**：母公司将营业或者财产转移给子公司，分立后子公司的股权归属于母公司，即“母子型分割”。
- **所谓“人的分立”**：分立后子公司的股权被分配给母公司的股东，即“兄弟型分割”。

我国现行的法律制度还没有对公司的分立或分拆进行明确定义。《公司法》第 175 条、第 176 条允许公司进行业务分立，但是并未说明可以采取哪种方式进行分立。现行法律制度没有明确规定的地方主要是“是否可以将子公司的股权分配给母公司的股东来进行公司分立或分拆”，也即“是否允许人的分立”。

2009 年财政部发布的《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》从税收的角度对公司分立等问题进行了规定。该通知第一条第（六）项规定，“分立，是指一家企业（被分立企业）将部分或全部资产分离转让给现存或新设的企业（分立企业），被分立企业股东换取分立企业的股权或非股权支付，实现企业的依法分立”。因此，从税收的角度来看，允许“将子公司的股权分配给母公司的股东”，即允许“人的分立”。但是从我国证券市场的规则和实践的方面来看，A 股似乎并不认可“人的分立”这种分拆上市的方式。目前 A 股市场对于分拆上市的相关规定只有 2004 年证监会发布的《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》，以及 2010 年证监会发布的境内上市公司分拆子公司到创业板上市应满足的 6 项条件。从 A 股市场相关规定的角度以及实际分拆子公司上市案例的角度来看，分拆后母公司往往仍持有部分子公司的股权，实际操作中分拆上市多数代指这种“物的分立”。

目前美国、香港等发达市场允许使用“人的分立”来进行分拆上市，并且这种方式已发展相对成熟，实际运用案例较多。我国对“人的分立”和“物的分立”仍没有明确规定，A 股上市公司分拆子公司上市的监管细则和具体操作规范相对缺失，因此分拆上市在实践中较少涉及，截至目前的成功案例数量不多。后文我们将分别分析和对比美国、中国和香港在分拆上市领域的相关规定、发展现状以及实际案例。

1.2 分拆上市的常见模式

■ PE 孵化器模式

指母公司旗下有众多子公司，但各子公司之间业务关联程度较低，同业竞争较少。在这种模式下母公司对子公司以股权投资为主，属于创投概念。分拆上市的主要目的是使子公司的成长得到充分估计，提升公司价值。

■ 业务相同或相近模式

指母公司与子公司业务相同或相近，母公司在行业内有一定地位，子公司往往是母公司所在行业的新兴领域或细分领域内具有一定的竞争力的公司。上市公司将该类子公司分拆上市，有助于母、子公司实现产业链的互补与延长。

■ 业务不同模式

指母公司与子公司经营不同的业务。一般情况下，母公司所处行业为传统行业，子公司则属于新兴产业，母、子公司之间的业务关联程度较低。母公司为实现子公司的长期发展而将其分拆上市。

2. 美国分拆上市相关规则及案例

2.1 美国分拆上市的主要模式和现状

美国的分拆上市主要采用两种模式，一是股权分拆 (Spin-off)，二是股权剥离 (Carve-out)。

- **股权分拆 (Spin-off):** 上市公司将其在子公司中拥有的全部股权按比例分配给母公司现有股东，子公司通过介绍上市的方式上市。上市时不带来融资，现有股东对上市公司及分拆公司保持同样的权利。股权分拆 (Spin-off) 符合前文“人的分立”范畴。
- **股权剥离 (Carve-out):** 上市公司将其子公司的部分或全部股权，通过二次发售或者 IPO 的方式出售给外部投资者。通过股权剥离，母公司可以获得现金流入。(考虑到所得税税收优惠要求，美国通常的做法是将子公司不超过 20% 的股份进行出售，其后两年内，将子公司未出售股份按比例分配给母公司的持股股东。)

美国的分拆上市较为普遍，每年分拆上市的数量为 20-30 起左右。2019 年以来已完成的分拆上市已有十几起。美国股市中跟踪分拆上市收益率的指数主要为“彭博美国分拆指数”（包括过去 3 年内分拆上市且市值超过 1 亿美元的子公司股票）。用该指数和标准普尔 500 指数进行对比，发现分拆上市后的子公司收益率要明显高出同期市场收益率。

表 1: 美国两种拆分上市模式比较

	股权分拆 (Spin-off)	股权剥离 (Carve-out)
定义	母公司以特别股息的形式按比例向现有股东分配正在分拆的子公司的股份。	在剥离中，母公司通过二次发售或首次公开募股 (IPO) 向公众出售其子公司的部分或全部股份。

	股权分拆 (Spin-off)	股权剥离 (Carve-out)
是否股份出售	不涉及股份出售；子公司全部股份按比例分配给母公司股东。	通常以 IPO 的形式向公众出售子公司全部或部分股份。
是否产生现金流	母公司通常不会收到分拆的现金对价。	母公司通常通过剥离获得现金流入。
案例	2015 年 7 月，支付业务 Paypal 被从 eBay 中拆分，Paypal 在 Nasdaq 上市，eBay 被从 S&P 100 指数中移除，但仍在 S&P 500 指数中。	英国石油公司 BP Plc 将其在美国的输油管道、油气运输业务分拆成新的子公司 BP Midstream Partners。2017 年 10 月，子公司 BP Midstream Partners 以 IPO 的形式向公众出售 40.6% 的股份。

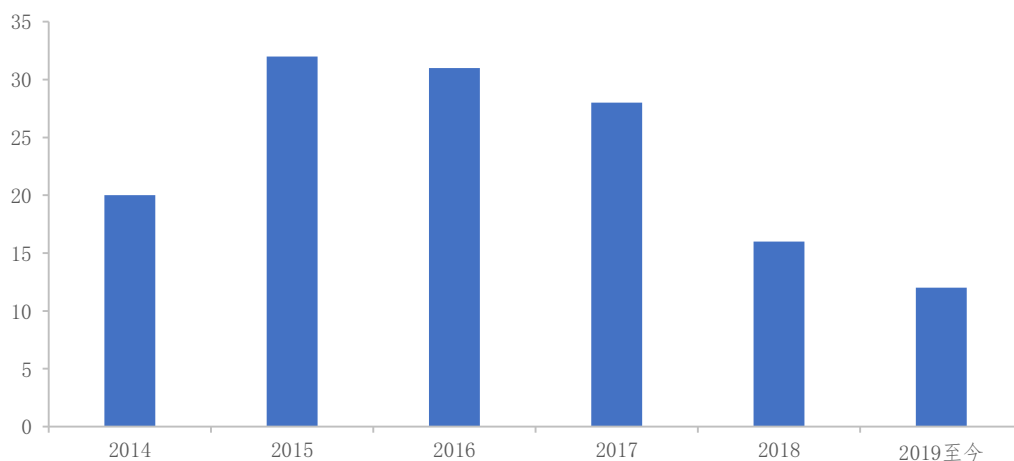
资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

表 2: 彭博美国分拆市指数跑赢市场

总回报率	2019.1-2019.2	过去 5 年	过去 10 年	指数成立以来至 2019.2
彭博美国分拆指数	19.39%	76.70%	662.77%	973%
标准普尔 500	11.48%	65.93%	367.00%	342%

资料来源：Bloomberg，长城证券研究所整理

图 1: 美股每年完成的分拆上市数量



资料来源：Stock Spinoffs，长城证券研究所整理

2.2 美国关于分拆上市的主要规定

美国并未制定专门的分拆上市规则。从法律适用的角度来看，其分拆上市规则散见于公司法、证券法、破产法、税法、反垄断法案、交易所上市审查规则当中。其中，交易所上市审查规则中，在关联公司的上市审查、信息披露方面，对分拆上市的情况做了特别要求。反垄断法案对一致行动、关联董事等类似同业竞争的问题做出了规范。税法在分拆上市涉及到的公司所得税优惠条件做出规定。1997 年 9 月 SEC 发布的第四公报中，说明了股份分配登记义务豁免的相关条件。公司法、证券法、破产法适用于业务分拆程序的规范、各利益主体关系的协调方面。

表 3: 美国涉及分拆上市的相关规定

涉及方面	相关规定具体内容
同业竞争问题	在美国,分拆上市中的同业竞争问题适用于反垄断的相关规定。根据企业和资产的分配、以及两家公司在转型后的关系,垄断问题可能会以下列形式出现:不竞争协议,过渡服务协议,供应安排和连锁董事会等。这些问题可能出现在“Sherman Act”第 1 节(禁止竞争者之间采取一致行动)和“Clayton Act”第 8 节(禁止许多竞争公司中的连锁董事和/或官员)。一般而言,只要子公司的权益按比例分配给母公司的股东,就不需要根据“Hart-Scott-Rodino 反托拉斯改进法案”进行文件说明。
关联交易问题	纽约证券交易所上市规则建议:所有新的关联交易由审计委员会或其他独立的董事会机构批准。此外,分拆上市中审查、批准、承认此类关联交易的流程,将在提交给美国证券交易委员会的文件中进行持续披露。 美国证券交易委员会将关联交易定义为:公司曾经或将要成为参与者的任何交易,涉及金额超过 120,000 美元,并且关联人士已经或将要具有直接或间接的重大利益。 “关联人士”的定义:包括(除其他事项外)任何持股公司(具有投票权的)股票超过 5% 的实际持股人。
关联公司的上市审查标准	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。
公司所得税税收优惠	出售子公司股权带来的现金流入部分,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。 根据美国税法 355 条,需满足以下条件:(1)支配要件(control requirement),分配新公司股份后,被分立公司至少应持有新公司 80% 以上的股份;(2)分配要件(distribution of control requirement),公司分立 2 年后,被分立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。
有条件的股份分配登记义务豁免	1997 年前,SEC 认为原则上依照 1933 年证券法第 5 条的规定,无需进行登记。因为股东取得这些股份不需要支付对价,因此股份分配行为不符合 1933 年证券法 2 条 3 项的出售情形。 1997 年 9 月,SEC 以积累下来的经验、案例为基础,发表了第四公报(Bulletin No.4),认为股权分拆属于 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:1. 被分立公司股东取得分立公司的股份无需支付任何对价;2. 分立公司的股份按比例分配给被分立公司的股东;3. 被分立公司对于其股东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;4. 被分立公司由正当经营目的进行分立;5. 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。
公司法、证券法、破产法对业务分拆程序的规范和各利益主体关系的协调	在美国,公众公司业务分拆时,股东利益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获得相应保护;债权人利益则依靠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得到保障。至于其他利益相关人保护,不属于美国公司治理关注的范围。
审批流程和信息披露等上市条件	“纽交所上市条件”中明确指出,纯粹分立分拆上市和股份脱离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 的要求相同。

资料来源:《上市公司分拆上市法律问题研究》,李园园,2009;长城证券研究所整理

2.3 美国分拆上市的案例

2.3.1 Spin-off 模式案例

■ eBay 分拆 PayPal

2014 年 9 月 30 日 eBay 宣布 Paypal 的分拆上市计划。2015 年 6 月 26 日，eBay 正式宣布其股东每拥有 1 股 eBay 股票，将收到 1 股 PayPal 股票。2015 年 7 月 6 日，PayPal 在纳斯达克上市并正式交易。

选择分拆的原因方面，简单来说母子公司的业务方向和成长速度越发不同，分拆后可让两个公司都有更明确的目标和更大的灵活性，PayPal 独立上市后有望获得更高的估值。eBay 面对来自 Amazon、Alibaba、Walmart 等对手日趋激烈的竞争，用户量和收入增长趋缓。相比之下，PayPal 的支付业务扩张迅速，公司成长较快。2013 年，PayPal 的营业收入同比增长率为 19%，超过了 eBay 的 10%。PayPal 营业收入占母公司 eBay 合计收入的比重也在不断上升，2013 年收入比重已增加至 42%。eBay 当时的首席执行官表示“随着时间的延续，有助于推动（PayPal 发展）的协同效应正在不断递减”，eBay 已经难以帮助 PayPal 创造价值。随着产业格局的变化，eBay 和 PayPal 已经面临不同的挑战与机遇，二者再一同经营反而会使双方各自的竞争优势难以体现。分拆之后，eBay 和 PayPal 都可以更加灵活地进行经营决策。此外，子公司 PayPal 的估值也难以在母公司相对较低的股份上得到真实体现，PayPal 独立上市有助于加速成长，为股东创造可持续的长期价值。

从分拆后的股价收益情况来看，分拆一年后，eBay 和 PayPal 的股价都没有亮眼的表现。但是放长期来看，2017 年以后 PayPal 的股价开始明显上涨，市场对其公司价值的评估逐渐提升。分拆三年后，PayPal 绝对收益为 130.43%，相对标普 500 指数收益为 98.66%；PayPal 的估值也在上市三年后由 38.24 上升至 59.35。收入方面，分拆之后 PayPal 每年的营业收入和净利润均保持了 14% 以上的同比增速。从 PayPal 上市后的表现来说，PayPal 的表现和当初选择分拆的原因及目标相一致。

表 4: eBay 分拆 PayPal 后两家公司的收益率、PE 和 ROE

子公司上市日期	公司代码	公司名称	分拆一年后绝对收益 (%)	分拆一年后相对标普 500 指数收益 (%)	分拆三年后绝对收益 (%)	分拆三年后相对标普 500 指数收益 (%)
2015-07-06	EBAY.O	eBay	-8.73	-9.29	42.25	10.48
	PYPL.O	PayPal	-1.61	-2.17	130.43	98.66
	公司代码	公司名称	子公司上市当日 PE	分拆一年后 PE	分拆三年后 PE	
	EBAY.O	eBay	25.02	17.27	-22.39	
	PYPL.O	PayPal	38.24	32.72	52.26	
	公司代码	公司名称	分拆当年 ROE	分拆一年后 ROE	分拆三年后 ROE	
	EBAY.O	eBay	13.03	84.91	35.28	
	PYPL.O	PayPal	11.16	9.84	13.11	

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

2.3.2 Carve-out 模式案例

■ BP（英国石油公司）分拆 BP Midstream Partners

2017 年 9 月 11 日，英国石油公司 BP 宣布将其在美国的输油管道、油气运输业务分拆成新的子公司 BP Midstream Partners，子公司 40.6% 的股份将通过 IPO 的形式向公众出售，已经在美国证监会进行登记。2017 年 10 月 26 日，子公司 BP Midstream Partners 的股票在纽交所正式交易。

分拆的原因方面，BP 以股权剥离（Carve-Out）的方式将部分业务分拆上市，主要目的是为了获得现金流入，减轻短期债务压力，同时以 partnership 的合伙形式对资产保持控制权。分拆将带来约 7.6 亿美元的子公司股权收益，加上向新子公司转移 5 亿美元的债务，合计将给 BP 带来约 12.6 亿美元的债务减轻。

从分拆后的股价收益情况来看，BP 分拆 BPMP 一年后，BP 和 BPMP 的收益率分别为 12.07% 和 10.05%，均跑赢了同期标普 500 指数；但是放长期来看，分拆后至今 BP 和 BPMP 的累计收益率分别为 15.14% 和 -3.72%，BPMP 跑输同期标普 500 指数。2018 年，BP 的营业收入同比增长率为 24.37%，而 BPMP 的营业收入同比增长率为 7.41%。总的来说，BP 分拆子公司 BPMP 上市的目的是获得现金来减轻短期债务压力，因此分拆带来的股价收益也是相对短期的，而且此次分拆更加有利于母公司而不是子公司，母公司的长期股价表现更好。

表 5: BP 分拆 BPMP 后两家公司的收益率、PE 和 ROE

子公司上市日期	公司代码	公司名称	分拆一年后绝对收益 (%)	分拆一年后相对标普 500 收益 (%)	分拆至今绝对收益 (%)	分拆至今相对标普 500 收益 (%)
2017-10-26	BP.N	BP	12.07	8.10	15.14	2.14
	BPMP.N	BP MIDSTREAM PARTNERS	10.05	6.08	-3.72	-16.72
	公司代码	公司名称	子公司上市当日 PE	分拆一年后 PE	当前 PE	
	BP.N	BP	36.56	20.65	13.81	
	BPMP.N	BP MIDSTREAM PARTNERS	20.53	16.20	11.32	
	公司代码	公司名称	分拆当年 ROE (2017)		分拆一年后 ROE (2018)	
	BP.N	BP	3.50		9.48	
	BPMP.N	BP MIDSTREAM PARTNERS	9.13		190.41	

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

3. 中国分拆上市相关规则及案例

3.1 中国关于分拆上市的主要规定

3.1.1 A 股上市公司分拆到境外上市的规定

2004 年，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》（俗称“67 号文”），着重强调了以下 4 个方面：（1）分拆的上市公司具有良好的盈利能力和发展前景，母公司和子公司在分拆后都具有持续经营的能力；（2）控制和规避分拆上市带来的同业竞争问题；（3）约束因分拆而产生的非正当、非公允的关联交易；（4）保证发行人独立性，防范借道分拆上市的利益输送，尤其注意“上市公司享有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%”、“上市公司享有所属企业净资产不得超过上市公司合并报表净资产的 30%”这两点。

表 6：2004 年证监会《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》

主要内容	
一	上市公司在最近三年连续盈利。
二	上市公司最近三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。
三	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%。
四	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%。
五	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。
六	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%。
七	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。
八	上市公司最近三年无重大违法违规行。

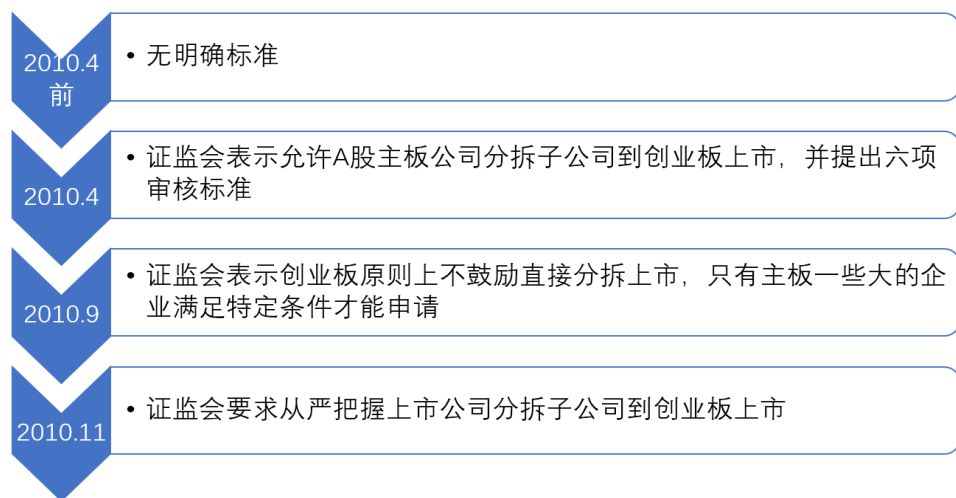
资料来源：证监会网站，长城证券研究所整理

3.1.2 A 股上市公司分拆到创业板上市的规定

2010 年 4 月，证监会表示允许境内上市公司分拆子公司到创业板上市，需要满足以下 6 个条件：（1）上市公司公开募集资金未投向发行人业务；（2）上市公司最近三年盈利，业务经营正常；（3）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）发行人净利润占上市公司净利润不超过 50%；（5）发行人净资产占上市公司净资产不超过 30%；（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%。

但是，监管层后续对分拆上市的态度又有所调整。2010 年 9 月，证监会相关人士在第四期保荐人培训会议上对分拆上市的态度调整为“不鼓励、不提倡”。2010 年 11 月，在第六期保荐人培训会议上证监会对分拆上市又重新明确态度，表示“从严把握”上市公司分拆子公司到创业板上市。可以看出，制度层面虽然允许 A 股上市公司分拆子公司到创业板上市，但是监管层对分拆上市仍持有审慎态度，2010 年至今分拆子公司至创业板上市的成功案例数量相对较少。

图 2: 监管层对分拆子公司到创业板上市的态度变化



资料来源：证监会网站，公开资料，长城证券研究所整理

3.1.3 A 股上市公司分拆到新三板挂牌的规定

因为新三板挂牌审核相对宽松，并且对上市公司分拆子公司挂牌的指标性要求较少，所以目前新三板市场是 A 股上市公司分拆子公司的首选。首先，子公司要满足在新三板挂牌的一般性条件，主要需满足 2013 年《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》的第 2.1 条。其次，对于分拆上市的情况，审核的重点集中在同业竞争、关联交易等特殊条件上。

表 7: 新三板挂牌一般性条件

《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》第 2.1 条	
1.	依法设立且存续满两年。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司，存续时间可以从有限责任公司成立之日起计算。
2.	业务明确，具有持续经营能力。
3.	公司治理机制健全，合法规范经营。
4.	股权明晰，股票发行和转让行为合法合规。
5.	主办券商推荐并持续督导。
6.	全国股份转让系统公司要求的其他条件。

资料来源：全国中小企业股份转让系统网站，长城证券研究所整理

表 8: 新三板挂牌特殊性条件（同业竞争和关联交易问题）

《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第 1 号——公开转让说明书》第二十二条（同业竞争）	
	申请人应披露是否存在与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业从事相同、相似业务的情况。对存在相同、相似业务的，申请人应对是否存在同业竞争作出合理解释。
《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则（试行）》第三节（关联交易）	
1.	挂牌公司董事会、股东大会审议关联交易事项时，应当执行公司章程规定的表决权回避制度。
2.	对于每年发生的日常性关联交易，挂牌公司应当在披露上一年度报告之前，对本年度将发生的关联交易总金额进行合理预计，提交股东大会审议并披露。

《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第1号——公开转让说明书》第二十二条（同业竞争）

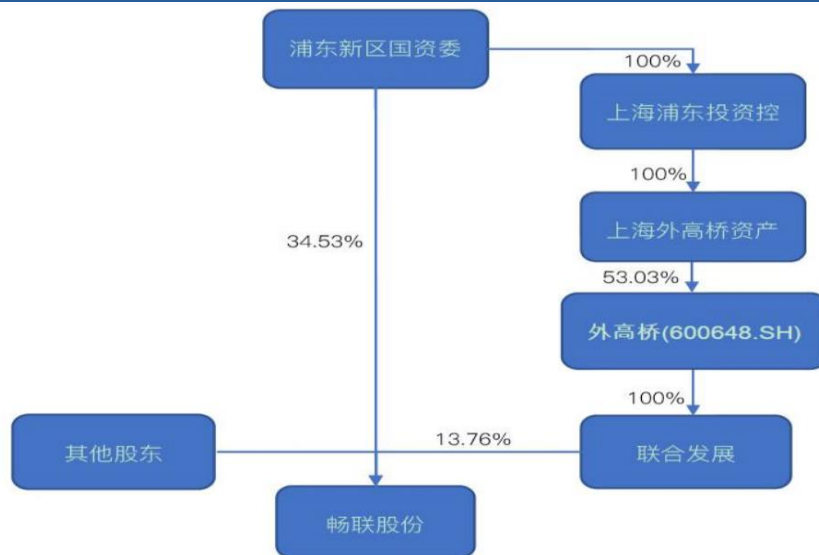
3.	对于预计范围内的关联交易，公司应当在年度报告和半年度报告中予以分类，列表披露执行情况。
4.	如果在实际执行中预计关联交易金额超过本年度关联交易预计总金额的，公司应当就超出金额所涉及事项依据公司章程提交董事会或者股东大会审议并披露。
5.	除日常性关联交易之外的其他关联交易，挂牌公司应当经过股东大会审议并以临时公告的形式披露。

资料来源：全国中小企业股份转让系统网站，长城证券研究所整理

3.2 分拆子公司在 A 股上市的案例

由于监管层对分拆上市的态度相对审慎，到目前为止国内主板上市公司的子公司分拆到 A 股上市的成功案例较少。根据前文，“人的分立”的概念对应分拆的狭义定义，即母公司将其所拥有的子公司股份按比例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。目前 A 股上市公司在分拆后多数仍持有子公司的部分股权，没有符合狭义分拆定义的分拆案例，类似于狭义定义的案例只有外高桥分拆畅联股份。2012 年之前，外高桥的全资子公司“联合发展”是畅联股份（前身“上实外联发”）的控股股东。2012 年 3 月联合发展将其持有的 41% 股权转让给浦东新区国资委，联合发展仍持有部分畅联股份的股权，浦东新区国资委取得对畅联股份的控股地位。而外高桥的实际控制人也是浦东新区国资委，所以股权变更后畅联股份和外高桥被同一实际控制人所控制。

图 3：畅联股份上市前和外高桥、浦东新区国资委的股权关系



资料来源：畅联股份招股说明书，公开资料，长城证券研究所整理

截至目前分拆子公司在 A 股上市的成功案例都是以“控股转参股”的形式来实现的。我们汇总了这些分拆成功案例的股权变更过程，并且以康恩贝分拆佐力药业为例，分析了分拆上市所满足的条件配比。

表 9: 分拆子公司在 A 股上市案例（股权变更过程汇总）

分拆案例	子公司上市时间	股权变更过程（控股转参股）
中兴通讯（000063） 分拆国民技术（300077）	2010.4.30	2000 年中兴通讯原持股 60%。经历数次股权转让后，2010 年国民技术上市前中兴通讯所持股降低至 26.67%，控股股东变为中国华大，实际控制人为中国电子（持有中国华大 50% 股份）。
康恩贝（600572） 分拆佐力药业（300181）	2011.2.22	2003 年开始，康恩贝逐渐控制了佐力药业 63% 的股权，成为佐力药业控股股东。2007 年 11 月，康恩贝将其持有佐力药业 31% 的股份转让给 30 名自然人，控股子公司浙江康恩贝医药销售有限公司将其持有 6% 的股份转让给 1 名自然人。本次转让后，康恩贝所持佐力药业的股份降低至 26%。
轻纺城（600790） 分拆会稽山（601579）	2014.8.25	2008 年之前，会稽山的控股股东为轻纺城。2008 年会稽山增资扩股后，精功集团取代轻纺城成为控股股东，此时精功集团也是轻纺城的控股股东。后经几次增资扩股和股权转让，2011 年 3 月，精功集团对会稽山的持股比例为 44%，轻纺城持股比例 34%。会稽山上市前股权结构没有再发生变更。
外高桥（600648） 分拆畅联股份（603648）	2017.9.13	畅联股份原名上实外联发，2012 年之前外高桥的全资子公司“联合发展”是其控股股东。2012 年 3 月联合发展将其所持有的 41% 股权转让给浦东新区国资委，浦东新区国资委取得控股地位。2017 年畅联股份上市前，浦东新区国资委持股 34.53%，联合发展持股 13.76%。

资料来源：各公司招股说明书，长城证券研究所整理

■ 以康恩贝分拆佐力药业为例，分析分拆子公司上市所满足的条件配比

（1）上市公司最近三年连续盈利，业务经营正常

根据公司年报和招股书内容，分拆上市前康恩贝和佐力药业连续三年实现盈利，符合证监会对分拆上市中盈利能力方面的相关要求。

表 10: 康恩贝和佐力药业的盈利情况（2007-2010）

康恩贝（万元）				
财务指标	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
归属上市公司股东的净利润	9719.38	10121.66	9197.36	10613.17
归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	7005.61	9249.89	5120.18	7380.50
净资产	104594.60	99730.21	91115.75	84611.02
佐力药业（万元）				
财务指标	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
归属上市公司股东的净利润	1910.02	3158.43	1664.27	1389.42
归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	1872.00	3095.06	1490.44	1042.71
净资产	18479.52	16569.50	14911.07	14446.80

资料来源：康恩贝年报，佐力药业招股书，长城证券研究所整理

（2）上市公司与发行人之间不存在同业竞争且出具未来不竞争承诺

根据佐力药业的招股说明书，为了证明不存在同业竞争，2010年9月16日康恩贝向发行人出具《承诺函》承诺其公司与下属全资子公司不直接从事或参与研发和生产以药用真菌乌灵参为原料的相关产品以及真菌发酵为主要技术的药品原料及制剂，从而达到了证监会对不存在同业竞争的要求。

（3）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

2007-2010年，佐力药业与关联公司的每年的采购发生额占总采购金额不足2%；关联销售只在2007年较高为1051.07万元，因2007年佐力药业尚属于康恩贝子公司，其余年份均低于12万元且逐年递减，价格均按照市场公允价格定价，不存在关联交易利益输送。同时，在报告期内偶发性的关联交易主要为资金拆借、借款担保。截至2009年底，拆入资金和借款均已归还和清理且在2010年未再发生。

（4）上市公司公开募集资金未投向发行人业务

康恩贝IPO及历次通过公开发行募集资金的情况，均未投向佐力药业的业务内容。

（5）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%

根据康恩贝年报及佐力药业招股书中披露的财务数据，佐力药业的净利润及净资产占康恩贝的相关财务指标均为超过证监会规定的比例。

（6）上市公司及下属企业的董、监、高级及亲属持有发行人发行前股份不超过10%

佐力药业董事会中，康恩贝仅占两席，其余董事会成员均与康恩贝无关联关系或者曾任职于康恩贝现已全职在佐力药业工作。其中持股5%的发行人股东姚晓春丈夫陈国平系康恩贝董事。但姚晓春、陈国平均未与康恩贝及其实际控制人就发行人股东权利行使等方面签署任何协议或文件，也未达成口头的或其他形式的一致行动意向或约定。

■ A股上市公司分拆子公司上市的目的

我们汇总了A股4家上市公司选择分拆子公司上市的目的及动因。

（1）中兴通讯分拆国民技术：为母公司中兴通讯带来融资资金；中兴通讯和国民技术业务关联性相对较弱，分拆促使中兴通讯业务核心化；母、子公司均可灵活调整公司决策和战略；更有利于激励母、子公司的管理层。

（2）康恩贝分拆佐力药业：康恩贝和佐力药业在优势技术、销售及采购模式等方面差异较大，各自战略发展方向不同，母、子公司无法顺利整合，为各自的长期经营考虑选择分拆。此外佐力药业不再享有社会福利企业的税收优惠政策，这也是康恩贝不再控股佐力药业的原因之一。

（3）轻纺城分拆会稽山：会稽山的黄酒业务和轻纺城的主业基本不相关，为各自长期经营考虑选择分拆会稽山上市。

（4）外高桥分拆畅联股份：外高桥和畅联股份的实际控制人同为浦东新区国资委，控股权转让和分拆上市可能是浦东新区对上海自由贸易区整体战略筹划的需要。

■ A 股上市公司分拆子公司上市后的市场表现情况

中兴通讯分拆国民技术主要是出于母公司业务核心化以及母公司短期融资需求的考虑，因此分拆上市对母公司的发展相对更加有利。分拆一年后，中兴通讯的股价跑赢上证综指；分拆三年后，原母、子公司均未跑赢上证综指，但原母公司的跌幅小于原子公司的跌幅。而且分拆之后中兴通讯的 ROE 水平高于国民技术的 ROE 水平。

表 11：中兴通讯分拆国民技术后两家公司的收益率、PE 和 ROE

子公司上市日期	公司代码	公司名称	分拆一年后绝对收益 (%)	分拆一年后相对上证综指收益 (%)	分拆三年后绝对收益 (%)	分拆三年后相对上证综指收益 (%)
2010-04-30	000063	中兴通讯	3.11	1.61	-47.67	-23.60
	300077	国民技术	-49.00	-50.50	-78.12	-54.04
	公司代码	公司名称	子公司上市当日 PE	分拆一年后 PE	分拆三年后 PE	
	000063	中兴通讯	28.60	24.20	-14.00	
	300077	国民技术	107.12	54.11	94.21	
	公司代码	公司名称	分拆当年 ROE	分拆一年后 ROE	分拆三年后 ROE	
	000063	中兴通讯	16.28	8.71	6.17	
	300077	国民技术	12.10	3.95	0.17	

资料来源：Wind，长城证券研究所整理

康恩贝分拆佐力药业的原因是各自的业务差异较大以至于无法顺利整合，分拆是为了各自长远发展的需要。分拆一年后，康恩贝股价跑赢上证综指，而佐力药业未跑赢上证综指。但是长远来看，分拆三年后，原母、子公司均跑赢上证综指，并且佐力药业的收益率远大于康恩贝。ROE 的角度来看，分拆三年后康恩贝和佐力药业均保持了较高的 ROE 水平，康恩贝的 ROE 相对较高。

表 12：康恩贝分拆佐力药业后两家公司的收益率、PE 和 ROE

子公司上市日期	公司代码	公司名称	分拆一年后绝对收益 (%)	分拆一年后相对上证综指收益 (%)	分拆三年后绝对收益 (%)	分拆三年后相对上证综指收益 (%)
2011-02-22	600572	康恩贝	-8.94	9.09	41.48	69.39
	300181	佐力药业	-26.44	-8.41	117.53	145.45
	公司代码	公司名称	子公司上市当日 PE	分拆一年后 PE	分拆三年后 PE	
	600572	康恩贝	38.97	21.86	25.86	
	300181	佐力药业	54.35	32.15	59.38	
	公司代码	公司名称	分拆当年 ROE	分拆一年后 ROE	分拆三年后 ROE	
	600572	康恩贝	18.94	16.45	21.42	
	300181	佐力药业	11.43	8.92	13.09	

资料来源：Wind，长城证券研究所整理

轻纺城分拆会稽山的原因是母、子公司的主业几乎完全不同，为了各自的长远发展，尤其是为了会稽山的发展进而选择分拆。分拆后会稽山的股价表现更好，短期（一年）和中长期（三年）来看均大幅跑赢上证综指。

表 13: 轻纺城分拆会稽山后两家公司的收益率、PE 和 ROE

子公司上市日期	公司代码	公司名称	分拆一年后绝对收益 (%)	分拆一年后相对上证综指收益 (%)	分拆三年后绝对收益 (%)	分拆三年后相对上证综指收益 (%)
2014-08-25	600790	轻纺城	3.35	-28.96	-1.48	-47.47
	601579	会稽山	75.74	43.42	92.97	46.98
	公司代码	公司名称	子公司上市当日 PE	分拆一年后 PE	分拆三年后 PE	
	600790	轻纺城	23.22	24.13	19.29	
	601579	会稽山	21.79	40.52	38.21	
	公司代码	公司名称	分拆当年 ROE	分拆一年后 ROE	分拆三年后 ROE	
	600790	轻纺城	9.98	8.32	7.89	
	601579	会稽山	9.23	7.74	6.14	

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

外高桥和畅联股份的实际控制人都是浦东新区国资委，分拆上市可能是浦东新区国资委整体战略规划的需要，分拆后二者均受益于上海自由贸易区的建设发展。分拆上市后，无论短期还是中长期，外高桥和畅联股份均跑赢了上证综指，分拆上市给二者都带来了较好的股价收益。

表 14: 外高桥分拆畅联股份后两家公司的收益率、PE 和 ROE

子公司上市日期	公司代码	公司名称	分拆一年后绝对收益 (%)	分拆一年后相对上证综指收益 (%)	分拆后至今绝对收益 (%)	分拆后至今相对上证综指收益 (%)
2017-09-13	600648	外高桥	-4.50	16.01	10.47	25.03
	603648	畅联股份	21.64	42.14	-4.30	10.25
	公司代码	公司名称	子公司上市当日 PE	分拆一年后 PE	当前 PE (2019.6.17)	
	600648	外高桥	31.99	19.28	21.01	
	603648	畅联股份	29.99	32.67	28.72	
	公司代码	公司名称	分拆当年 ROE		分拆一年后 ROE	
	600648	外高桥		7.64		8.25
	603648	畅联股份		11.52		8.99

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

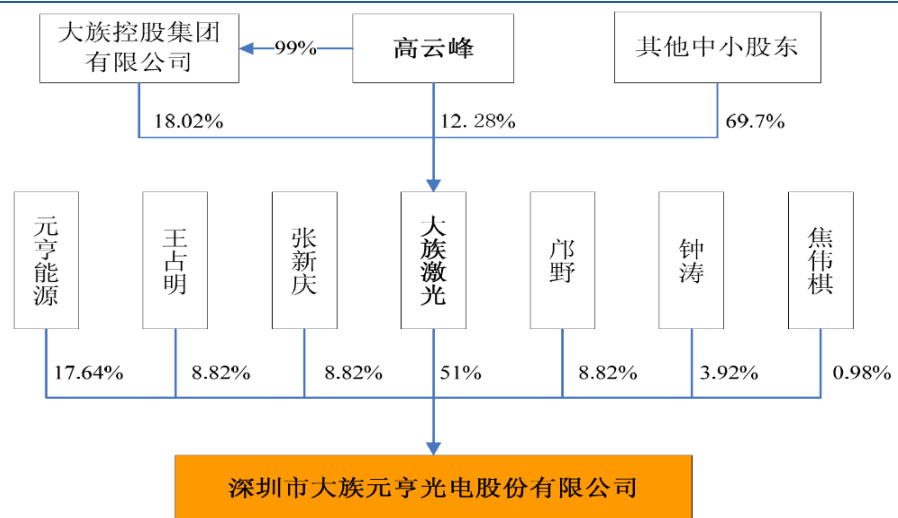
3.3 分拆子公司在新三板挂牌的案例

和分拆子公司在 A 股主板、创业板上市相比，分拆子公司在新三板挂牌的限制性要求相对较少，条件相对宽松，因此在新三板挂牌的子公司的数量较多。一般认为，子公司挂牌新三板的主要目的有融资便捷、可能获得转板机会、调整上市母公司业务结构、母公司将挂牌子公司的股权作为融资担保等。根据 Choice 的统计数据，新三板目前有 546 家

公司为上市公司的参股企业，其中上市公司为第一大股东的有 139 家。我们以大族激光（002008）分拆元亨光电（430382）为案例进行分析。

2002 年深圳市元亨光电股份有限公司成立。2009 年 11 月，元亨光电召开股东会并通过决议，同意将 26.5% 的股份转让给大族激光。同年 12 月，大族激光对元亨光电增资 2380 万元，增资完成后大族激光持有股份上升至 51%，取得控股股东地位。2014 年元亨光电在新三板挂牌前，大族激光保持持有股份比例不变。新三板挂牌之后，2014 年 10 月大族激光协议转让元亨光电 17% 的股份，此次转让后大族激光不再拥有控制权。我们认为，大族激光分拆元亨光电可能就是为了子公司在新三板挂牌后再减持其股份，分拆子公司不是出于经营目的，而是出于母公司资金运作目的。

图 4：元亨光电新三板挂牌前的股权结构



资料来源：元亨光电公开转让说明书，长城证券研究所整理

■ 大族激光分拆元亨光电所满足的条件配比

（1）盈利状况

子公司在新三板挂牌虽然没有对母公司的盈利状况有强制要求，但根据大族激光年报和元亨光电公开转让说明书，元亨光电在新三板挂牌之前，母公司、子公司的财务状况、盈利能力均相对良好。

表 15：元亨光电和大族激光的主要财务指标以及占比情况（2011-2012）

项目	公司名称	2012 年末	2011 年末
总资产	元亨光电	1.6640	1.8982
	大族激光	65.3343	60.6723
占大族激光资产总额比例		2.55%	3.13%
营业收入	元亨光电	2.3105	2.0917
	大族激光	43.3301	36.2797
占大族激光收入比例		5.33%	5.77%
利润总额	元亨光电	0.1480	0.1163
	大族激光	7.4614	7.1660

占大族激光利润总额比例		1.98%	1.62%
净利润	元亨光电	0.1301	0.1036
	大族激光	6.3576	6.2491
占大族激光净利润比例		2.05%	1.66%

资料来源：元亨光电公开转让说明书，长城证券研究所整理

（2）同业竞争问题

大族激光控股的大族绿能和元亨光电的主要业务均涉及 LED 应用产品产销，但是在销售规模、主要产品及其定位、主要客户和供应商等方面均有较大差异，并未形成直接竞争。大族激光及其实际控制人高云峰均出具了避免同业竞争的承诺函，提出了解决措施，且承诺逐步将该部分存在潜在同业竞争的业务通过拆分、转让、整合、停止经营等方式进行规范，以彻底解决潜在的同业竞争问题。

（3）独立性问题

根据元亨光电的公开转让说明书，元亨光电申请挂牌新三板不影响大族激光资产、业务、人员、技术等的独立性和完整性。元亨光电业务和资产独立、完整，具有独立面向市场能力和持续经营能力。大族激光的董事、监事、高管未直接或通过上市公司以外的机构间接持有元亨光电的股份，亦未在公司任职。元亨光电未涉及大族激光募集资金投入使用的情况。元亨光电资产规模、营业收入及净利润等主要财务指标占大族激光的比例很低，挂牌新三板对大族激光维持独立上市地位、持续盈利能力无重大影响。

■ 大族激光分拆元亨光电后的市场表现情况

由于大族激光分拆元亨光电可能是出于母公司资金运作的目的，分拆可能对母公司相对更加有利。大族激光分拆元亨光电一年后取得了正收益，但是没有跑赢上证综指；分拆三年后大族激光跑赢上证综指。分拆后大族激光和元亨光电的 ROE 均表现较好。

表 16：大族激光分拆元亨光电后两家公司的收益率、PE 和 ROE

子公司上市日期	公司代码	公司名称	分拆一年后绝对收益 (%)	分拆一年后相对上证综指收益 (%)	分拆三年后绝对收益 (%)	分拆三年后相对上证综指收益 (%)
2014-01-24	002008.SZ	大族激光	18.15	-45.98	55.16	1.56
	430382.OC	元亨光电	-	-	51.62	-1.98
	公司代码	公司名称	子公司上市当日 PE	分拆一年后 PE	分拆三年后 PE	
	002008.SZ	大族激光	41.43	23.99	31.02	
	430382.OC	元亨光电	-	10.87	11.27	
	公司代码	公司名称	分拆当年 ROE	分拆一年后 ROE	分拆三年后 ROE	
	002008.SZ	大族激光	18.37	16.85	27.10	
	430382.OC	元亨光电	23.48	21.50	27.63	

资料来源：Wind，长城证券研究所整理

4. 香港分拆上市相关规则及案例

4.1 香港关于分拆上市的主要规定

香港现有的分拆案例中，既存在“物的分立”，又存在“人的分立”。A 股上市公司的子公司分拆到香港上市主要有两种路径，一是分拆境内子公司在香港上市，即“H 股”模式；二是分拆境外子公司在香港上市，即“红筹”模式。此外，香港联交所也允许通过介绍方式（Way of Introduction）来实现分拆上市，将子公司的股份以实物方式派给母公司的股东，使其符合《上市规则》有关公众持股的规定并在香港联交所交易，符合前文中“人的分立”的范畴。根据联交所《上市规则》，介绍方式与首次公开招股所适用的条件是一致的，即对一家拟上市公司的财务要求、管理层稳定性要求是相同的。

香港联交所对分拆子公司单独上市的规定集中在联交所《上市规则》第 15 项当中。从内容上看，联交所非常关注分拆上市对母公司盈利能力的影响、子公司股份的分配、母公司股东对分拆上市事宜的表决权、母子公司独立性等四个方面的问题。

表 17: 香港联交所《上市规则》第 15 项

香港联交所分拆上市审查标准	
1.	新公司须符合基本上市准则。
2.	母公司最初上市后的三年内不得作分拆上市。
3.	新公司上市后，母公司必须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。母公司（不包括其在新公司的权益）在紧接提出申请分拆前的 5 个财政年度中，其中任何 3 个财政年度的股东应占盈利总额不得少于 5000 万港元。
4.	新公司的职能应独立于母公司，包括业务及运作独立、董事职务及公司管理独立、行政能力独立等，母子公司之间的关联交易应根据《上市规则》进行。
5.	分拆上市建议须获得股东批准。根据《上市规则》，如有关交易的任何百分比率达到 25% 及以上，须获股东批准。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。
6.	母公司股东有优先获得新公司股份的权利。

资料来源：香港联交所官网，长城证券研究所整理

4.2 香港分拆上市的模式及案例

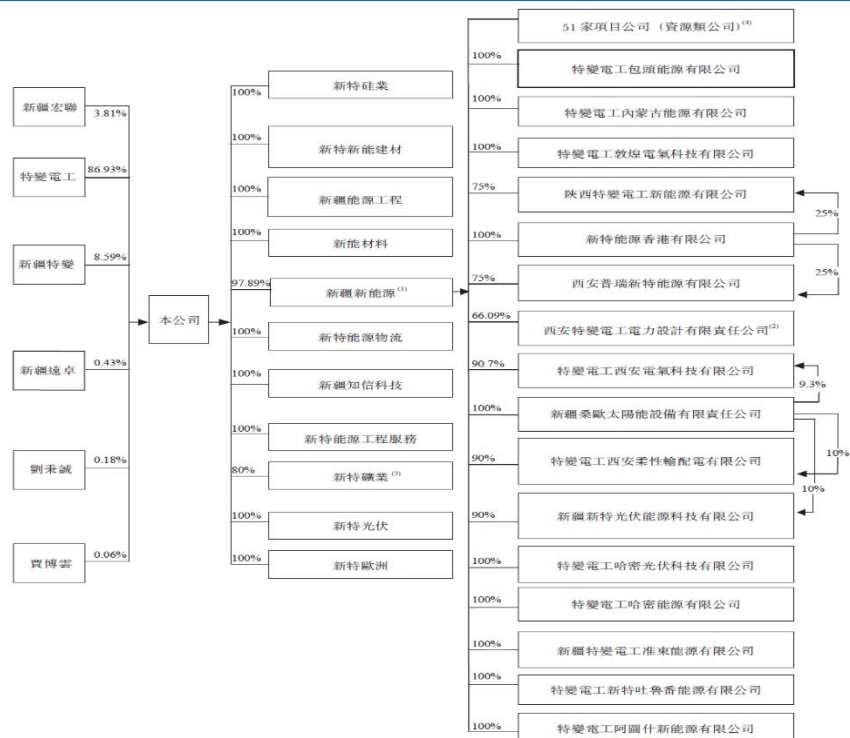
4.2.1 分拆境内子公司在香港上市（“H 股”模式）

A 股上市公司分拆子公司到香港上市的路径之一是重组境内子公司，改制为股份有限公司后，再申请在香港联交所发行境外上市外资股（H 股）。A 股母公司需要满足 2004 年《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》中的相关规定，例如享有子公司净利润不得超过上市公司合并报表净利润的 50%、享有子公司净资产不得超过上市公司合并报表净资产的 30%、规避同业竞争问题、约束关联交易、保证子公司独立性等。子公司则需要满足在香港联交所主板或创业板上市的相关条件，以及《香港联合交易所有限公司证券上市规则》第 15 项应用指引中的相关规定。

特变电工（600089）分拆新特能源（1799.HK）就是以“H 股”的形式赴港上市的。新特能源的前身“特变电工硅业”于 2008 年 2 月成立，此时特变电工、峨嵋研究所、新疆特

变及新疆宏联分别持有 75%、10%、7.5%及 7.5%的股权。2012 年 7 月，特变电工硅业改制为股份有限公司，并更名为新特能源股份有限公司。经过多次增资扩股和股权转让，2015 年新特能源上市前，特变电工持股 86.93%，其他股东的持股比例为新疆特变 8.59%、新疆宏联 3.81%、新疆远卓 0.43%、刘秉诚 0.18%、贾博云 0.06%。

图 5：新特能源上市前的股权结构



资料来源：新特能源聆讯后资料集，长城证券研究所整理

新特能源是特变电工旗下的多晶硅生产商和光伏项目承包商龙头企业，上市前多晶硅产量位列国内第二，市占率 13.3%，以及世界第五，市占率 6.2%。特变电工选择分拆旗下优质子公司赴港上市的最主要原因是获得融资资金，使子公司获得更好地长期发展。新特能源上市后长期股价未能跑赢恒生指数，可能的原因是光伏市场需求有所下降以及国内光伏政策有所收紧。母公司和子公司的 PE 估值也处于持续下降的趋势中。

表 18：特变电工分拆新特能源后两家公司的收益率、PE 和 ROE

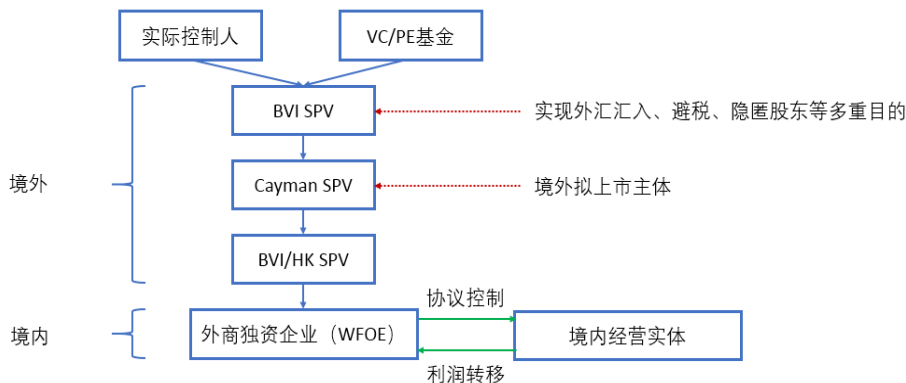
子公司上市日期	公司代码	公司名称	分拆一年后绝对收益 (%)	分拆一年后相对上证综指/恒生指数收益 (%)	分拆三年后绝对收益 (%)	分拆三年后相对上证综指/恒生指数收益 (%)
2015-12-30	600089.SH	特变电工	-21.22	-8.10	-35.55	-5.53
	1799.HK	新特能源	-18.79	-24.20	-3.76	-21.87
	公司代码	公司名称	子公司上市当日 PE	分拆一年后 PE	分拆三年后 PE	
	600089.SH	特变电工	20.23	14.41	11.07	
	1799.HK	新特能源	12.03	7.68	5.88	
	公司代码	公司名称	分拆当年 ROE	分拆一年后 ROE	分拆三年后 ROE	
	600089.SH	特变电工	9.33	9.94	6.60	
	1799.HK	新特能源	10.41	10.23	11.52	

资料来源：Wind，长城证券研究所整理

4.2.2 分拆境外子公司在香港上市（“红筹”模式）

搭建红筹架构的上市主体注册地在境外的离岸市场（英属维尔京群岛、开曼群岛、巴哈马群岛、百慕大群岛等），主要资产和业务在中国大陆。搭建红筹架构的主要目的是将境内公司的资产注入或转移至境外公司，实现境外控股公司到海外上市融资。搭建红筹架构主要有两种模式，一是股权控制模式，即境外上市实体对境内公司直接的股权控制；二是协议控制模式，即 **Variable Interest Entities (VIE)** 模式，境外注册的上市实体与境内的业务运营实体相分离，境外的上市实体通过协议的方式控制境内的业务实体，业务实体就是上市实体的 **VIEs**（可变利益实体）。通过搭建 **VIE** 架构可以规避部分国内监管规则。

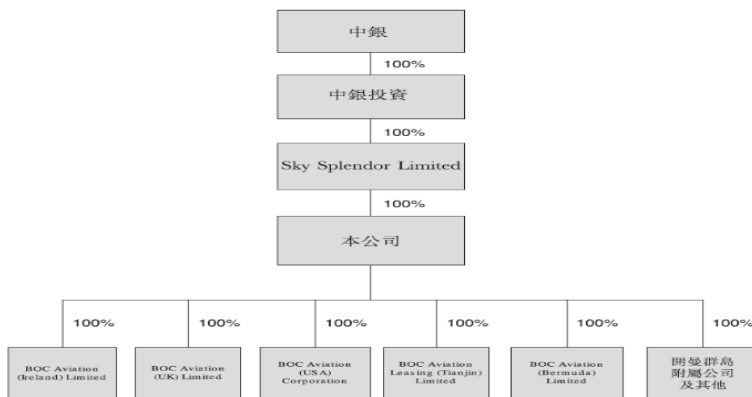
图 6：协议控制模式（VIE 模式）



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

中国银行（601988）分拆中银航空租赁（2588.HK）就是以“红筹”的形式赴港上市的。中银航空租赁的前身是 Singapore Aircraft Leasing Enterprise，成立于 1993 年，注册地址为新加坡，后逐渐发展为亚洲最大的飞机租赁公司。2006 年 12 月被中国银行收购，成为其全资子公司。2007 年更名为中银航空租赁私人有限公司。2015 年 9 月国务院下发《国务院办公厅关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，允许符合条件的金融租赁公司上市和发行优先股、次级债，丰富金融租赁公司资本补充渠道。响应这份《指导意见》，2016 年 5 月，中银航空租赁改制为公众股份有限公司，2016 年 6 月在香港联交所上市。在银行系金融租赁子公司中，中银航空租赁成为第一家上市子公司。中银航空租赁的招股书显示，在其上市前已连续 22 年实现盈利。

图 7：中银航空租赁上市前的公司架构



资料来源：中银航空租赁聆讯后资料集，长城证券研究所整理

分拆上市一年后，母公司中国银行跑赢了大盘，但是子公司中银航空租赁的股价表现相对较弱。但是中银航空租赁的股价从 2018 年开始明显上升，分拆三年后，中银航空租赁的股价收益率达到 76.07%，相对恒生指数的收益率达到 46.53%。中银航空租赁在上市后保持了 15% 左右的 ROE 水平。从分拆后的市场表现来看，子公司的股价收益和估值均高于母公司，分拆上市有利于中银航空租赁的长期健康发展。

表 19： 中国银行分拆中银航空租赁后两家公司的收益率、PE 和 ROE

子公司上市日期	公司代码	公司名称	分拆一年后绝对收益 (%)	分拆一年后相对上证综指/恒生指数收益 (%)	分拆三年后绝对收益 (%)	分拆三年后相对上证综指/恒生指数收益 (%)
2016-06-01	601988.SH	中国银行	17.22	10.85	33.64	34.25
	2588.HK	中银航空租赁	-3.41	-27.73	76.07	46.53
	公司代码	公司名称	子公司上市当日 PE	分拆一年后 PE	分拆三年后 PE	
	601988.SH	中国银行	5.73	6.69	6.27	
	2588.HK	中银航空租赁	10.95	8.58	9.33	
	公司代码	公司名称	2016 年 ROE	2017 年 ROE	2018 年 ROE	
	601988.SH	中国银行	12.12	11.86	11.58	
	2588.HK	中银航空租赁	14.36	16.29	15.48	

资料来源：Wind，长城证券研究所整理

4.2.3 介绍上市 (Way of Introduction)

通过介绍方式实现分拆上市指的是拟上市公司将其子公司的股份以实物方式派予股东，使其符合《上市规则》有关公众持股的规定并在联交所交易。介绍上市时拟上市公司不会筹集新的资金，根据《上市规则》，公司上市后半年才可以通过配售或发售公司股份以募集资金。由于介绍上市的条件是已有一定数量的公众投资者，拟上市公司不涉及集资，同时在交易所已有完备的上市记录，所以联交所的审批上市过程相对较快，审批口径相对宽松。我们将以碧桂园 (2007.HK) 分拆碧桂园服务 (6098.HK) 为例进行分析。

2018 年 3 月 19 日，碧桂园发布公告建议分拆物业管理业务在联交所主板以介绍方式独立上市，并且联交所已确认可进行分拆。碧桂园选择分拆碧桂园服务的原因主要有两点，一是集团的物业管理业务规模已经足以独立上市，分拆后碧桂园服务直接进入资本市场融资，而不必再依赖碧桂园，符合股东利益；二是相对于母公司，物业业务具有稳定的现金流和确定的增长预期，具有抗周期属性和较高成长速度，子公司上市后不必再受制于母公司相对较低的估值。根据招股书信息，碧桂园计划以有条件特别股息并以实物方式向股东分派合计 25 亿股碧桂园服务的股份，每持有 8.7 股碧桂园股份，可获派 1 股碧桂园服务股份。由于介绍形式上市时不融资，不发行新股也没有发行价，首日开盘价完全由市场决定。碧桂园服务开盘首日收报 10 港元，成交 1.02 亿股，涉资 10.08 亿港元，上市首日的市盈率突破 50 倍。

碧桂园服务上市后到现在刚好一年的时间，这一年碧桂园服务的股价表现优异，一年累计收益率达到 63.67%，相对恒生指数的超额收益率达到 71.27%。从 ROE 来看，去年碧桂园和碧桂园服务均获得较高 ROE，碧桂园服务的 ROE 更高。从 PE 估值来看，碧桂园服务的估值远高于母公司碧桂园的估值。因此，分拆上市有利于子公司碧桂园服务获得估值溢价，获得更多的股价收益。

表 20: 碧桂园分拆碧桂园服务后两家公司的收益率、PE 和 ROE

子公司上市日期	公司代码	公司名称	分拆一年后绝对收益 (%)	分拆一年后相对恒生指数收益 (%)
2018-06-19	2007.HK	碧桂园	-27.07	-19.47
	6098.HK	碧桂园服务	63.67	71.27
	公司代码	公司名称	子公司上市当日 PE	分拆一年后 PE
	2007.HK	碧桂园	10.91	6.15
	6098.HK	碧桂园服务	52.02	41.19
	公司代码	公司名称	分拆当年 ROE (2018)	
	2007.HK	碧桂园	32.20	
	6098.HK	碧桂园服务	50.14	

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

5. 案例总结: 分拆上市的动因

通过分析前文各个案例中分拆子公司上市的原因和目的, 再结合查阅一些文献资料, 我们总结了以下几点分拆子公司上市的动因。

■ 提升母公司和子公司的股价, 获取股价收益

首先, 在母公司发布公告宣布将分拆子公司上市后, 母公司的股价可能会得到短期的提振效应。从上文中我们选取的案例来看, 多数案例中的母公司在发布公告当天 (或最近交易日) 和发布公告后一周股价有所上涨。但是这种股价刺激大多是短期的、不可持续的。

表 21: 部分公司宣布分拆子公司上市后的短期相对收益情况

		宣布拆分子公司 公告日期	公告当天 (或最近交易日) 相对大盘指数涨跌幅 %	公告后 1 周相对 收益 %	公告后 1 个月相 对收益 %	公告后 3 个月相 对收益 %
000063	中兴通讯	2010-03-27	0.05	-8.06	0.92	-12.57
600572	康恩贝	2011-01-27	-0.75	1.72	3.32	15.05
600790	轻纺城	2014-07-15	5.99	-7.15	-5.85	-24.33
600089	特变电工	2015-04-29	1.33	1.95	-4.56	-3.33
EBAY.O	eBay	2014-09-30	7.82	2.75	-3.14	3.17
BP.N	BP	2017-09-11	-0.40	2.04	5.51	7.30

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

我们翻阅部分研究文献后总结出, 分拆子公司上市可能获取长期的超额投资收益。Patrick Cusatis、James Miles 和 J. Randall Woolridge 在 1993 年进行的实证研究显示, 分拆后子公司和母公司的股价表现显著优于市场。分拆过后的前 3 年, 分拆子公司和母公司的股票平均收益率分别高出同期标普 500 指数收益率 30% 和 18%。摩根大通对 1985-1995 年间的分拆上市进行分析, 在分拆后的前 18 个月, 分拆子公司平均获得 20% 的超额回报, 母公司平均获得 5% 的超额回报。Vijh (1999) 对 20 世纪 80 年代至 20 世纪末共 600 多家成功分拆上市的企业进行研究发现, 子公司的股票收益率在分拆的前三年可达到 14.3%, 而

母公司的长期超额收益率并不显著。在我们选取的案例中，分拆后前三年子公司的股价涨幅较高的有 PayPal、会稽山、中银航空租赁、碧桂园服务等。

■ 分拆上市有利于实施核心化战略，有利于各自的长远发展

母公司可能是大型多元化企业，或者母公司和子公司的主营业务差异过大，母公司无法为子公司提供持续增长所需的管理、财务和资源支持，分拆有利于各自的长远发展。子公司可以由自己的董事会衡量管理、财务和资源问题，并自主做出决策。母公司可以将注意力和资源集中在其核心业务上，为发展母公司核心业务提供帮助。因此，分拆上市能让母、子公司的管理都更加通畅。eBay 分拆 PayPal、中兴通讯分拆国民技术、康恩贝分拆佐力药业、轻纺城分拆会稽山等案例都有实施核心化战略、利于双方长远发展这方面的考虑。

■ 对成长业务重新估值，向投资者传递公司价值被低估的信号

从整个国际资本市场来看，大型多元化公司尤其是传统主业公司的市场估值普遍相对较低，而专注于某一领域、成长速度较快公司的市场估值则相对较高。如果公司的高成长业务能被拆分出来单独上市，子公司将获得更高的估值溢价，不再被母公司相对较低的估值所拖累。分拆高成长子公司上市往往传递了估值被低估的信号。通过分拆上市，子公司的信息披露更加透明，投资者对子公司的价值将有更好的了解，市场价值将更好地反映公司的实际价值。案例中 PayPal、碧桂园服务等高成长子公司分拆上市后的 PE 估值远高于母公司的 PE 估值。

■ 拓宽融资渠道，提高母公司流动性

公司选择上市往往要满足一定的经营条件或业绩条件才能实现，而已经上市的公司进行再次融资的难度偏大，要求也更加严格。因此，部分公司选择用分拆子公司上市的方式来获取融资资金，然后利用这些融资资金改善整个母公司的经营状况。案例中 BP 分拆 BP Midstream Partners、大族激光分拆元亨光电可能更多考虑的是母公司融资方面的需求，而不是经营方面的需求。

■ 有利于推动子公司高管的股权激励

分拆之前，上市公司股权激励实施难度相对较大，难以覆盖到子公司的高管。分拆上市后子公司可以独立实施股权激励方案，将对子公司的管理层产生更直接的激励作用，减少代理成本，促使管理层努力提高子公司的经营业绩。

6. 分拆子公司到科创板上市的潜在投资机会

6.1 分拆子公司到科创板上市的相关规定

今年 3 月 1 日，证监会发布《科创板上市公司持续监管办法（试行）》，其中第八章第三十一条明确提出“达到一定规模的上市公司，可以依据法律法规、中国证监会和交易所有关规定，分拆业务独立、符合条件的子公司在科创板上市”。3 月 24 日，上交所发布《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》，其中对“发行人的部分资产来自于上市公司，中介机构核查应当重点关注哪些方面”这一问题进行了回答。如果发行人部分资产来自于上市公司，保荐机构和发行人律师应当针对特定事项进行核查并发表意见。从上交所的这份问答可以看出，监管层对于分拆子公司在科创板上市主要关注合规性、同业竞争、关联交易、企业独立性等方面的问题，和 2004 年、2010 年分拆相关规定的侧重方向一致。虽然这份问答强调了取得资产的背景、决策程序、合规问题、审批程序、信息披露等内容，但是依然没有对子公司分拆到科创板上市的操作规程及实施细则进行明确规定，尤其是上市公司控股子公司分拆科创板上市方面的详细规定。

表 22: 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》关于分拆到科创板上市的问题

发行人的部分资产来自于上市公司，中介机构核查应当重点关注哪些方面？	
1.	发行人取得上市公司资产的背景、所履行的决策程序、审批程序与信息披露情况，是否符合法律法规、交易双方公司章程以及证监会和证券交易所有关上市公司监管和信息披露要求，是否存在争议或潜在纠纷。
2.	发行人及其关联方的董事、监事和高级管理人员在上市公司及其控制公司的历史任职情况及合法合规性，是否存在违反竞业禁止义务的情形；上述资产转让时，发行人的董事、监事和高级管理人员在上市公司的任职情况，与上市公司及其董事、监事和高级管理人员是否存在亲属及其他密切关系。如存在上述关系，在相关决策程序履行过程中，上述人员是否回避表决或采取保护非关联股东利益的有效措施。
3.	资产转让完成后，发行人及其关联方与上市公司之间是否就上述转让资产存在纠纷或诉讼。
4.	发行人及其关联方的董事、监事、高级管理人员以及上市公司在转让上述资产时是否存在损害上市公司及其中小投资者合法利益的情形。
5.	发行人来自于上市公司的资产置入发行人的时间，在发行人资产中的占比情况，对发行人生产经营的作用。
6.	境内外上市公司分拆子公司在科创板上市，是否符合相关规定。

资料来源：上交所官网，长城证券研究所整理

4 月 9 日，据上证报报道，有市场传言称“鼓励具有规模的主板上市公司分拆旗下科技含金量高的子公司到科创板上市，可以更好促进传统上市公司培育、孵化科创企业。让这些科创项目获得更佳融资平台，符合国家创新驱动发展战略”。5 月 11 日，证监会主席易会满在中国上市公司协会 2019 年年会暨第二届理事会第七次会议上表示“要完善基础制度，在充分调查研究的基础上，适度优化并购重组、再融资、减持、分拆上市等一系列制度，大力发展直接融资特别是股权投资，进一步提高资本形成效率，助力缓解融资难、融资贵问题”。

当前监管层对于分拆上市问题已足够重视，现在已有部分具备条件的企业公开表示有意分拆子公司在科创板上市。此前有未经证实的市场传言称分拆子公司在 A 股上市的条件门槛包括“上市公司（母公司）规模大，上市满 5 年、3 个月平均市值大于 150 亿、3 年合计扣非净利润大于 10 亿”、“分拆上市主体（子公司）的业务有别于原上市公司的主营业务，分拆主体业务净利润占原公司比例小于 50%、净资产小于 30%”等。证监会副主

席李超在博鳌亚洲论坛上曾公开表示“主板公司分拆子公司到科创板上市的细则一定会推出”。目前只需静待分拆上市的细则落地。

6.2 分拆子公司到科创板上市可能使用新的估值方法

对比 A 股其他板块，科创板的上市指标对盈利和净资产的要求相对宽松。因此传统的 PE、PB、PEG 等估值方法需要改变，市场需要寻找锚定估值的更多工具。目前大多数上市公司使用“整体估值法”，将公司每个业务汇总到一起后对公司整体价值进行衡量。分拆子公司到科创板上市可能将更多使用“分部估值法”，即对多元化经营企业的不同业务使用不同的估值方法。

科创板的申报企业大多数处于行业的初创期和成长期，尚不具备稳定的规模和营收，但是其核心技术潜力较大，未来发展空间较大。处于初创期、成长期的子公司，与经营成熟的母公司一起进行整体估值，那么传统的 PE、PB、PEG 等方法不能有效地反映其潜在的发展空间，子公司核心技术的真实价值往往被低估。如果符合条件的子公司分拆至科创板上市，那么针对子公司量身打造合适的估值方法，其真实价值将会得到“还原”。

初创期企业可以对未来市场空间、价值规模进行估计，再倒推出现值，可使用 BS 模型、VM 指数、实物期权法或 PS 估值。一些高新技术早期企业还可以混合使用多种估值方法。成长期企业多数具有经营现金流，但尚不具备净利润，可用的估值方法有 PS、EV/S 等。

根据上交所发布的科创板企业上市推荐指引，科创板将重点推荐新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保和生物医药 6 大高新科技领域。对于不同行业的初创期企业、成长期企业，应该根据其行业特征、企业特点，有针对性地使用合适的估值方法。下表总结了科创板重点推荐行业可能使用的新估值方法。

表 23: 科创板重点推荐行业可能使用的估值新方法

重点推荐行业	重点领域	适用的估值方法
高端装备制造业	智能制造、先进轨道交通、航空航天、海洋工程装备及相关技术服务等	根据所处产业链环节不同，可采用 PE 估值法、研发人员投入与产出法、资产基础法、P/S 估值法
新一代信息技术	半导体和集成电路、云计算、互联网及智能硬件等	收入类相对估值（EV/S 等）、现金流类相对估值（EV/FCF 等）、中间利润类相对估值（EV/EBITDA 等）、P/S 估值等
新材料	现金钢材、现金有色金属材料、高性能复合材料等	参考国际化工企业，初创期可采用 P/S 估值，稳定盈利后可采用 PE、PEG 估值
新能源	先进核电、大型风电、高效光电光热等	可用 PB-ROE 框架等
节能环保	环保装备、产品及资源循环利用行业，新能源汽车产业链等	初创时期可采用 P/研发费用或者实物期权的方法定价；成长期可采用 P/S 估值法
生物医药	生物制品、高端化学药、高端医疗设备等	创新药研发周期长，研发投入大，成功率低，创新药企业短期无法盈利。先计算药品成功上市后的 NPV 价值，再倒推药品处于研发时的期权价值

资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

6.3 已经明确表态将分拆子公司到科创板上市的相关公司

根据多方面收集的信息来看，4月初以来，陆续已有9家A股上市公司明确表态“正在准备”或“有意向”分拆旗下子公司至科创板上市。但目前科创板申报企业名单中，尚未出现A股上市公司分拆子公司的身影。有2家港股上市公司已经分拆子公司至科创板申报上市，进展速度相对较快。

6.3.1 已经明确表态公司的情况汇总

A股已经明确表态的9家公司（母/子）：东港股份/东港瑞云；西部材料/西诺、菲尔特、天力；岭南股份/恒润集团；金固股份/金固环保；深康佳A/旗下共有5家子公司；上海电气/旗下共有42家子公司；力帆股份/移峰能源、无线绿洲、力帆盼达；乐普医疗/人工智能业务；盈峰环境/专风实业。这些公司所在的行业主要是环保、设备制造、新能源、计算机通信等。

港股已经明确表态的2家公司（母/子）：威胜控股/威胜信息技术；微创医疗/心脉医疗（已过会）。

■ 案例一：金固股份拟分拆金固环保至科创板上市

金固股份主要从事钢制滚型车轮的研发、生产和销售。年报显示，金固股份2018年高端装备设备营业收入为1.56亿元（同比增长44.48%），营业利润7490.5万元（同比增长104.25%）。4月10日，金固股份表示，公司已经与券商签订相关协议，就全资子公司金固环保分拆到科创板上市进行可行性认证及股改方案的设计。如符合相关条件，公司将继续推进相关工作。

金固环保主要产品为EPS绿色免酸洗金属表面处理设备。从业绩来看，金固环保2018年营业收入为9010.04万元（同比增长82.49%），净利润为943.08万元（同比增长48.69%）。EPS技术由美国TMW公司研发，于2014年起独家授权浙江金固股份有限公司使用、制造及销售相关设备。2019年1月，金固股份收购美方持有的金固环保49%的股份后，金固环保成为其全资子公司。

金固股份董市长孙锋峰表示，公司是分期付款购买EPS技术专利，并且可以随时调整付款的计划和时间，让专利早日变为公司名下。与此同时金固环保也申请了一些专利，努力将该技术本土化、创新化。金固环保成为公司全资子公司之后，金固股份会将高端装备设备板块全部交给金固环保。

■ 案例二：东港股份拟分拆东港瑞云至科创板上市

东港股份是领先的综合印刷媒体服务企业，东港瑞云是负责档案管理业务的全资子公司（东港股份直接持股10%，全资子公司东港嘉华持股90%），东港瑞云主要开发面向中小微企业的档案云存储服务。成立三年来，东港瑞云收入利润快速增长，2018年实现收入接近1亿，实现净利润1600万元。2018年，东港瑞云总资产占上市公司合并报表比例为4.18%。

东港股份 4 月 8 日公告称，公司控股子公司东港瑞云拟进行股份制改制并整体变更设立股份有限公司，更名为东港瑞云数据技术股份有限公司。公司对东港瑞云进行股份制改制，为未来引入战略投资者、申请单独科创板上市奠定基础。

深交所 4 月 9 日对东港股份下发关注函，要求说明东港瑞云目前实施股份制改制并考虑单独上市的主要原因、是否具备分拆上市的可行性，如不具备，请说明是否存在主动迎合市场热点的情形。4 月 11 日，东港股份回复深交所关注函。对于子公司东港瑞云的股权结构、独立性、分拆上市的原因、分拆上市的可行性等问题进行答复。

表 24: 深交所问询函及东港股份答复

问题	主要方面	深交所问询函提问	东港股份公告回答
问题一	要求东港股份进一步披露子公司的数据和具体情况	深交所要求披露： 东港瑞云基本情况，包括但不限于主要股东及各自持股比例、上市公司对其初始投资和追加投资的历史沿革、上市公司董监高在东港瑞云的持股情况、主营业务、近三年及一期主要财务数据及占上市公司合并报表的比例。	答：对 2015 年 5 月东港瑞云设立以来的股权机构历史变化进行说明；表示董监高并未对东港瑞云持股；介绍了东港瑞云的主营业务、近三年的财务情况、占上市公司合并报表的比例。
问题二	分拆上市的原因	问：在目前分拆上市实施细则和操作规程尚不明确的情况下，实施股份制改制并考虑单独上市的主要原因。	答：东港瑞云实施股份制改制并考虑单独上市的主要原因是公司经营战略和新业务发展。公司传统印刷业务业绩平稳，覆合类产品和服务增长迅速，对资金持续投入的需求较大。利用资本市场扩大影响力，拓宽融资渠道，可以帮助实现公司从印刷企业向综合产品与信息服务商转型的战略。
问题三	分拆上市的可行性（明确要求公司说明是否存在迎合市场热点情况。）	问：结合东港瑞云的基本情况，说明其目前是否具备分拆上市的可行性，如具备， （1）请说明东港瑞云是否具备持续盈利能力。 （2）是否与上市公司存在同业竞争和持续性的交易，在人员、资产、财务、机构、业务等方面是否保持独立，是否为上市公司核心业务和资产；如不具备，请说明相关决策是否谨慎，是否存在主动迎合市场热点的情形。 （3）请结合现有法律法规、相关规定及东港瑞云基本情况，充分说明东港瑞云拟单独上市存在的不确定性，并充分提示风险。	答：1. 从市场前景、产能、技术能力、运营状况角度，解释了东港瑞云具有较好的持续经营能力； 2. 在业务独立、人员独立、资产独立、机构独立、财务独立方面说明了子公司东港瑞云的独立性； 3. 解释了分拆上市可能会出现的不确定性：未来无法满足分拆上市法律法规、业务不达预期、企业运作规范性不满足要求、股东反对。
问题四	其他问询（深交所还有两项问询的内容针对的是减持和调研）	深交所要求公司披露： 1. 公司董事、监事、高级管理人员及持股 5% 以上股东在未来六个月是否有减持计划及减持计划内容。 2. 公司近期接待机构和个人投资者调研的情况，并自查是否存在违反公平披露原则的事项。	答：1. 经询问公司董事、监事和高级管理人员及持股 5% 以上的股东，均表示未来 6 个月内没有减持本人或本单位所持有的东港股份股票的计划。 2. 东港股份 3 月 8 日通过电话会议，向 27 名机构投资者介绍了试点中小微企业档案云平台业务的情况。3 月 15 日，东港股份举行了 2018 年年度报告网上说明会。在上述两次交流过程中，均未涉及东港瑞云改制的事项。经自查未发现存在违反公开披露原则的事项。

资料来源：Wind，长城证券研究所整理

表 25: 已明确表态将分拆子公司到科创板上市的相关公司

上市母公司	股票代码	所属行业	分拆子公司	子公司业务	公司表态	进展情况
东港股份	002117.SZ	印刷和记录媒介复制业	东港瑞云	档案管理业务	东港股份 4 月 8 日公告称, 公司控股子公司东港瑞云拟股份制改制并整体变更设立股份有限公司, 更名为东港瑞云数据技术股份有限公司。股份制改制的目的为充分利用国家资本市场的新政策, 在符合单独上市条件时, 申请在国内 A 股单独上市融资, 优先考虑在科创板申请上市, 以拓展东港瑞云融资渠道。	未申报
西部材料	002149.SZ	有色金属冶炼及压延加工	西诺、菲尔特、天力	天力: 钛钢复合板; 菲尔特: 纤维及纤维毡; 西诺: 贵金属制品	西部材料 4 月 1 日回答投资者提问、4 月 2 日在接待投资者调研时均表示, 如符合条件, 将重点筹划三家控股子公司分拆上市登陆科创板事宜。但公司此前未在指定媒体进行过公开披露。截至 4 月 10 日, 三家控股子公司股份制改制工作已完成, 整体变更为股份有限公司。	未申报
岭南股份	002717.SZ	生态保护和环境治理业	恒润集团	文化旅游	3 月 27 日, 岭南股份表示子公司恒润集团收到了科创板企业信息收集表, 并与相关部门商讨相关事宜, 但由于分拆上市相关细则还未正式出台, 公司将视具体情况尽力促成恒润集团的分拆上市。	未申报
金固股份	002488.SZ	汽车制造业	金固环保	主要产品为 EPS 绿色免酸洗金属表面处理设备	4 月 10 日, 金固股份表示, 公司已经与券商签订相关协议, 就全资子公司金固环保分拆到科创板上市, 进行可行性认证及股改方案的设计。如符合相关条件, 公司将继续推进相关工作。	未申报
深康佳 A	000016.SZ	计算机、通信和其他电子设备制造业	旗下共有 5 家子公司		4 月初, 深康佳 A 在回复投资者提问时也表示, 公司将跟踪研究分拆上市的相关政策法规, 在条件满足的情况下将积极推进控股子公司分拆上市事宜。旗下 5 家子公司积极筹划分拆上科创板。	未申报
上海电气	601727.SH	通用设备制造业	总共有 42 个子公司		4 月 9 日, 公司表示将积极把握科创板允许上市公司分拆子公司境内上市的政策机遇, 发挥上海电气在技术、资金、人才、市场等方面的优势, 筛选业务独立、符合条件的下属科技创新企业分拆上市, 利用科创板的创新政策激励技术研发和创新发展, 进一步提升公司整体估值。	未申报
力帆股份	601777.SH	汽车制造业	移峰能源、无线绿洲、力帆盼达	电动车能源站、车联网管理平台	力帆股份在回答投资者问题时称, 旗下盼达用车、移峰能源和无线绿洲等资产比较符合科创板方向, 公司确实在做这方面的规划。	未申报
乐普医疗	300003.SZ	专用设备制造业	人工智能业	人工智能	2018 年报, 乐普医疗在 2019 年资本运作的	未申报

上市母公司	股票代码	所属行业	分拆子公司	子公司业务	公司表态	进展情况
		制造业	务		描述中表示“积极促进公司人工智能各业务公司的整合和股份化，准备科创板或境外分拆上市；推进参股公司四川睿健的科创板上市；支持其他符合条件的参股公司科创板或境外上市”。	
盈峰环境	000967.SZ	生态保护和环境治理业	专风实业	工业、民用、核电、轨道风机及鼓风机的研发、生产及销售。	5月20日，盈峰环境宣布旗下子公司浙江上风高科专风实业有限公司（专风实业）拟进行股份制改制，“未来公司将推动专风实业择机走向资本市场，包括但不限于在境内或香港独立上市”。盈峰环境指出，公司从2014年开始，持续向环保领域转型。	未申报
威胜控股	3393.HK	电子设备和仪器	威胜信息技术	计算机、通信和其他电子设备制造业	威胜控股4月4日披露，公司建议分拆其子公司威胜信息技术在科创板独立上市	已问询
微创医疗	0853.HK	医疗保健设备	心脉医疗	专用设备制造业	4月4日，港股上市公司微创医疗公告表示，建议分拆子公司心脉医疗科技，并将其股份于上海证券交易所科创板独立上市。	已过会

资料来源：公司公告，公开资料，长城证券研究所整理

6.3.2 明确表达分拆意向公司的共同特征

我们搜集了明确表态将分拆至科创板上市的母、子公司的持股占比和财务数据，其中只有东港股份、金固股份、岭南股份、西部材料、盈峰环境可以查到相关子公司2018年的财务数据，并根据相关数据计算得出子公司的资产占比和利润占比情况。首先从母公司持有股权情况来看，大多数母公司都保持控股地位，部分持有子公司100%股份。从净资产占比和净利润占比情况来看，均满足此前分拆上市所要求的“子公司净资产占母公司比例不超过30%、子公司净利润占母公司比例不超过50%”，而且大多数公司的净资产占比、净利润占比数值相对较低。目前分拆上市细则仍未落地，持股比例、净资产占比、净利润占比等具体要求仍有待明确。

前文提到分拆上市大致可分为 **PE 孵化器模式**、**业务相同/相近模式**、**业务不同模式** 3 种类型，有望到科创板分拆上市的潜在标的也大致可以对应这 3 中类型。上海电气、同方股份、复星国际等上市公司旗下有众多子公司，各子公司之间业务关联程度相对较低，多数属于“创投”概念，可以对应“**PE 孵化器模式**”。西部材料、力帆股份、威胜控股、微创医疗等上市公司的子公司业务与母公司业务相近，子公司大多处于母公司所在行业的细分领域或新兴领域，可以实现母子公司产业链的互补和延长，因此可以对应“**业务相同/相近模式**”。东港股份、岭南股份、盈峰环境等公司与其子公司的经营业务明显不同，母公司多处于传统行业，子公司多处于新兴行业，业务关联程度相对较低，可以对应“**业务不同模式**”。

表 26: 部分科创板分拆上市潜在公司的持股情况、资产占比、净利润占比

母公司	子公司	持有股权情况	总资产占比 (2018)	净资产占比 (2018)	净利润占比 (2018)
东港股份	东港瑞云	东港股份 100%持股东港嘉华, 东港嘉华持有东港瑞云 95%的股份, 东港股份持有东港瑞云 5%的股份		4.79%	12.19%
金固股份	金固环保	2019 年 1 月起为金固股份 100%控股金固环保; 此前控股 51%, 与美国 The Material Works, Ltd. 合资	0.36%		1.24%
岭南股份	恒润集团	岭南股份持股 96.19%	9.13%	15.89%	17.94%
西部材料	西安诺博尔	西部材料控股 60%	6.67%	7.41%	24.90%
	菲尔特	西部材料控股 51.2%	3.68%	3.50%	19.15%
	天力	西部材料控股 60%	7.60%	4.77%	22.44%
盈峰环境	专风实业	盈峰环境控股 100%		1.14%	5.14%

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

6.4 新三板转科创板的潜在机会

截止 2019 年 6 月 20 日, 科创板受理企业达到 124 家, 其中安博通、贝斯达、龙软科技等约 20 家企业曾在新三板上市。

根据我们统计, 近年来 A 股上市公司分拆子公司到新三板挂牌的案例较多, 其中目前作为新三板公司第一股东的 A 股上市公司数量达到 139 家。对于曾经分拆子公司去新三板挂牌的 A 股上市公司而言, 如果相关子公司满足科创板上市要求, 未来不排除分拆至科创板上市的可能。多家券商投行人士也表示“会将新三板中上市公司参股企业作为科创板上市的重点考虑对象”。目前已有生益科技作为第一大股东的联瑞新材从新三板转去科创板申请上市, 随着科创板的持续推进, 后续相关机会有望增多。

我们详细分析了 A 股上市公司作为第一大股东的 139 家公司新三板公司, 根据科创板支持的六大领域、科创板上市的五套标准及相关公司转板意向进行筛选, 我们最后得出以下分拆至科创板上市的可能标的, 仅供参考。

表 27: A 股分拆新三板公司至科创板上市的潜在标的

A 股公司 (第一大股东)	新三板公司	新三板公司所属行业	新三板市值 (亿)	净利润 2018 年 (亿)	营业收入 2018 (亿)	研发费用/营业收入
辽宁成大	成大生物	医疗保健-生物科技	76.38	6.13	13.91	4.92%
兆驰股份	兆驰节能	信息技术-其他电子元器件	38.33	1.40	16.17	4.30%
北方导航	中兵通信	电信业务-通信设备	13.49	1.29	5.09	13.14%
达安基因	达瑞生物	医疗保健-化学制剂	12.02	-0.31	2.90	12.12%
高鸿股份	大唐融合	信息技术-信息科技咨询和系统集成服务	8.14	0.15	9.34	1.43%

A 股公司（第 一大股东）	新三板公司	新三板公司所属行业	新三板市值 （亿）	净利润 2018 年（亿）	营业收入 2018（亿）	研发费用/营 业收入
旭光股份	储翰科技	信息技术-其他电子元器件	5.14	0.09	4.61	3.18%
中国宝安	友诚科技	工业-电气部件与设备	4.25	0.40	2.32	6.24%
东方电子	海颐软件	信息技术-信息科技咨询和系统集成服务	3.59	0.35	3.55	14.97%
天瑞仪器	磐合科仪	信息技术-分析检测用电子设备与仪器及其他	3.09	0.32	2.83	4.07%
耐威科技	光谷信息	信息技术-应用软件	2.70	0.49	2.41	10.19%
积成电子	青岛积成	信息技术-应用软件	2.20	0.35	2.82	6.89%
和晶科技	中科新瑞	信息技术-信息科技咨询和系统集成服务	2.10	0.17	1.58	0.67%
东方创业	东松医疗	医疗保健-保健护理产品经销商		0.84	22.53	

资料来源：Choice，长城证券研究所整理

6.5 拥有多产业平台上市公司的潜在机会

除已经主动表态的企业之外，还有部分企业具备分拆上市至科创板的相关潜在条件。这一批企业都是子公司有一定规模、具备较强的对立经营能力、财务状况较好，并且符合科创板上市条件中“拥有关键核心技术”、“科技创新能力突出”的要求。我们认为旗下拥有多产业平台和子公司的上市公司有望率先受益。例如同方股份旗下的一批有一定业务规模的控股子公司，包括同方威视、同方微电子等；中国宝安旗下拥有电池负极材料龙头企业贝特瑞、新三板公司友诚科技等。其他类似的企业还有综艺股份、复星医药、物产中大等。

6.6 券商投行业务有望增厚

未来 A 股的分拆上市成行，必然将给券商投行 IPO 业务带来大市场，这将是一个较为诱人的业务蓝海，未来更加考验券商 IPO 整个业务链条的整合能力。“马太效应”将持续，头部券商的投行业务有望持续受益。

7. 风险提示

经济超预期下行风险；海外市场波动风险；政策落地不及预期风险。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

**长城证券**
GREAT WALL SECURITIES