

# 分拆变局，并购升温

## ——建筑装饰行业专题研究

行业动态

### ◆分拆政策、重组政策有突破：

2019年8月23日，证监会发布《上市公司分拆所属子公司自境内上市试点若干规定（征求意见稿）》，允许境内上市公司分拆子公司于A股上市。2019年6月21日，证监会发布关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定（征求意见稿），提出“上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。”

### ◆分拆对母公司影响有限，但利好专业化子公司快速成长

分拆子公司仍被母公司所控制，因而子公司股权价值无法通过公允价值变动、投资收益等科目传导至利润端。短期来看，子公司分拆将带来少数股东损失增加（假设子公司利润为正）；长期来看，分拆后实行专业化公司管理，子公司经营业绩会有提速，并表利润仍将增长。

由于A股境内分拆上市并不涉及换股或IPO优先认购权，因而投资人无法基于“打新”的考虑去配置母公司股票。当然，分拆子公司后充分定价，通过分部估值方式会提高母公司整体估值。分部估值的影响多大？则需要注意分拆子公司占母公司净利润的比重，以及权衡“估值提升”与“少数股东损失增加”间的影响。

### ◆央企建筑可分拆的子公司类型较多，分拆公司将有业绩估值双击

央企建筑企业资产庞大，旗下业务较多。经过多年发展，央企业务从的工程建设、地产向上下游及新型基建领域拓展；随着资产规模的扩大，精细化管理需求提升，庞大的集团内市场也带来了如设备制造、机器人、BIM、大数据平台等内部科技型、专业型企业快速成长。以研发支出为例，2018年度全部A股上市公司研发支出前20名中，有7家建筑公司上榜。

对央企而言，分拆子公司对其投资价值的影响并不大，更多的作用是降低母公司负债率，并获得筹资性现金流入，最终减轻央企国企降杠杆压力。投资角度，我们更看好分拆后的子公司：专业化管理，集团协同拓展外部市场，借助庞大的内部市场保障成长底线，再叠加独立融资的优势及独立股东回报体系，分拆后的子公司或将迎来业绩和估值的双击。中国建筑分拆（分立）中国建筑国际、中海物业、西部建设后，此类子公司业绩均呈较快增长。

### ◆分拆、重组变化下，央企并购意愿将提升

分拆政策逐步明朗，重组融资放开的背景下，央企并购民企上市公司热情有望提升。并购低负债率的民营上市公司在短期内可以降低央企负债率（合并报表口径），同时也可作为后续子公司分拆重组做准备。今年以来，央企收购民企上市公司股权案例增多，如中建启明收购环能科技、中国中铁拟收购恒通科技、中交集团战略投资碧水源、新兴集团战略投资名家汇等。在A股分拆案例尚未落地之前，可关注存在“被重组、被整合”预期的部分上市公司。

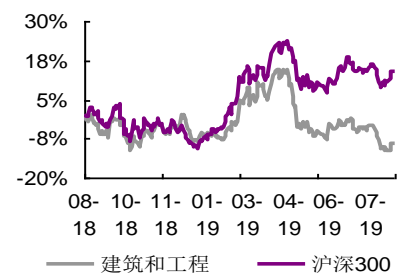
### ◆风险分析：分拆上市进度存在不确定性，并购、重组存在不确定性

## 买入（维持）

### 分析师

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）  
021-52523822  
[sunwf@ebscn.com](mailto:sunwf@ebscn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

基建投资增速逊于预期，期待更多政策支持  
——关于2019年1-7月投资数据点评  
.....2019-08-15  
“钢结构+住宅”四省试点方案出炉，钢结构推广料提速——装配式建筑行业跟踪研究  
.....2019-07-28

## 目 录

1、 境内分拆上市迎来政策突破 .....	3
2、 分拆有利于子公司发展 .....	4
2.1、 中国建筑分立、分拆旗下多家公司 .....	4
2.2、 信义光能分拆信义能源 .....	6
3、 分拆带来的投资机会 .....	8
3.1、 分立与分拆大有不同 .....	8
3.2、 分拆如何带来投资机会？ .....	9
4、 分拆及重组政策松动，提升央企并购热情 .....	10
4.1、 建筑央企旗下有众多资产存在分拆可能 .....	10
4.2、 分拆及重组政策或可提升央企并购热情 .....	11
4.3、 央企并购意愿提升，未来潜在标的梳理 .....	12
5、 投资建议 .....	14
6、 风险分析 .....	15

## 1、境内分拆上市迎来政策突破

2019年8月23日，证监会发布《上市公司分拆所属子公司自境内上市试点若干规定（征求意见稿）》，定义上市公司分拆，是指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（以下简称所属子公司）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。须注意，此次文件为征求意见稿，未来政策文件或有微调可能。

此次文件接续2019年1月的《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》中所提及的“达到一定规模的上市公司，可以依法分拆其业务独立、符合条件的子公司在科创板上市”，但此次文件并未制定只能在科创板分拆上市，意味着上市公司所分拆的子公司亦可选择在主板、科创板、中小板、创业板上市。

表 1：分拆上市基本要求

七大要求	分拆条件
上市公司年限要求	上市公司股票上市已满3年。
对非分拆部分盈利能力的要求	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，归属上市公司股东的净利润累计不低于10亿元人民币（净利润以扣除非经常性损益前后孰低值计算）。
分拆部分对上市公司影响可控	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上市公司合并报表净利润的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上市公司合并报表净资产的30%。
合规性要求	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。
重复融资限制	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、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。
对管理人员限制	上市公司及拟分拆所属子公司董事、高级管理人员及其关联人员持有所属子公司的股份，不得超过所属子公司分拆上市前总股本的10%。
披露要求	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；上市公司与拟分拆所属子公司不存在同业竞争，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；拟分拆所属子公司在独立性方面不存在其他严重缺陷。

资料来源：证监会，光大证券研究所总结

同时，文件还要求“严格执行股东大会表决程序。上市公司股东大会就分拆事项作出决议，须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过，且经出席会议的中小股东所持表决权的三分之二以上通过。”强调上市公司必须考虑中小股东的利益诉求，而非简单将分拆上市作为新的权益融资渠道。

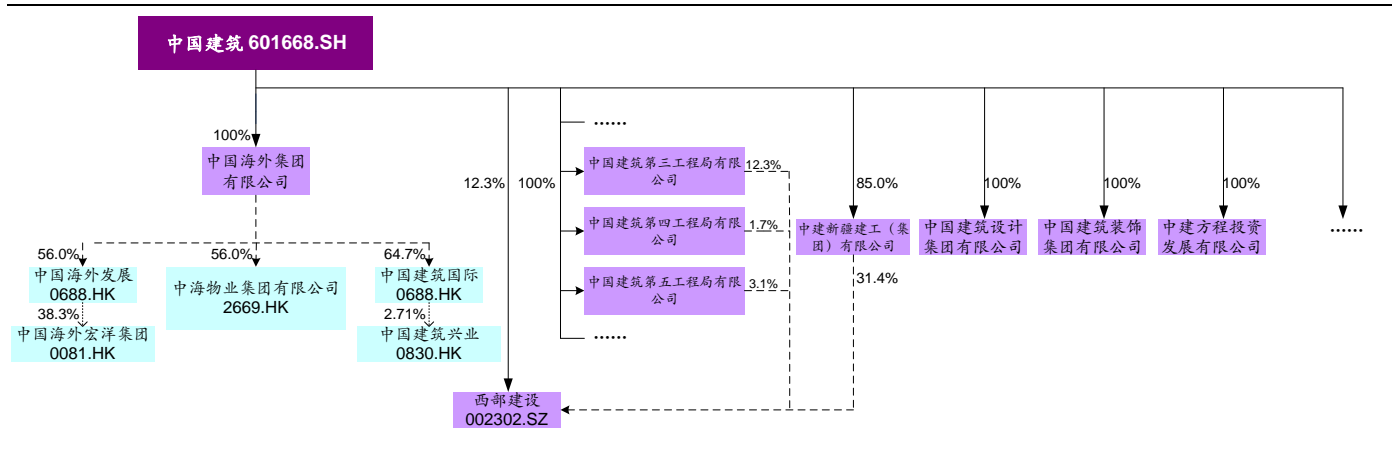
## 2、分拆有利于子公司发展

### 2.1、中国建筑分立、分拆旗下多家公司

港股分拆的定义与 A 股有一定区别, 包含 spin-off(分立) 以及 carve-out(分拆)。根据 A 股的定义, 中国建筑国际、中国海外发展属于从中国海外发展中分立。

中国建筑旗下中国海外发展分别于 2005 年、2015 年于港股分立中国建筑国际与中海物业; 于 2012 年将旗下混凝土业务于西部建设 A 股重组上市。

图 1: 中国建筑旗下重要子公司股权结构



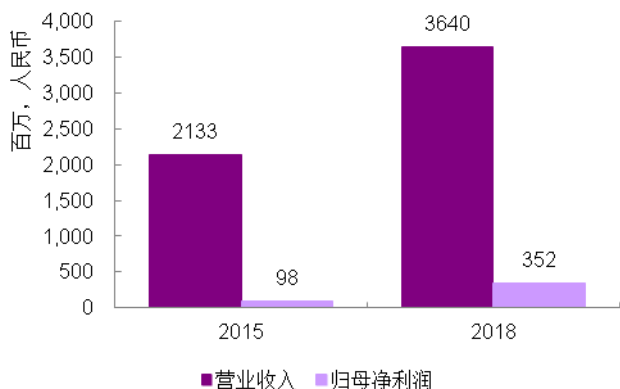
资料来源: 中国建筑公告, 光大证券研究所整理

**中国建筑国际:** 中国海外发展 (0688.HK) 于 2005 年分立中国建筑国际 (3311.HK) 于 H 股上市。为了使中国海外发展的股东能够享受中国建筑国际分拆 (分立) 后之利益, 以每 18 股中国海外发展派发 1 股中国建筑国际股票, 总计派发约 3.57 亿股。

**中海物业:** 中国海外发展 (0688.HK) 于 2015 年分立中海物业 (2669.HK) 于 H 股上市。对符合资格的中国海外发展的股东, 以每 3 股中国海外发展派发 1 股中海物业股票, 总计派发约 32.86 亿股。

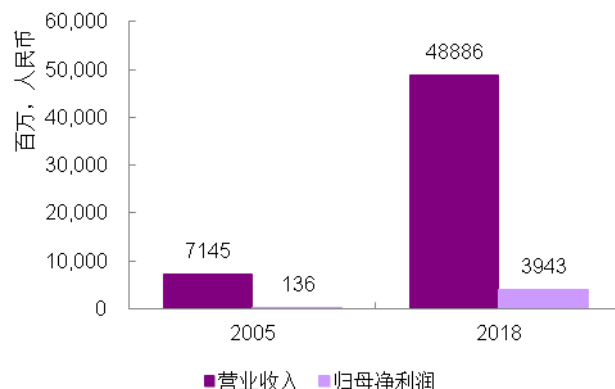
中国建筑国际、中海物业分立后, 两者业绩均迎来较快增长。中国建筑国际分立之后, 其收入从 2005 年的 71 亿增长至 2018 年 489 亿, 复合增速达 16%; 归母净利润从 1.4 亿增长至 39.4 亿, 复合增速达 30%。中海物业分立之后, 其收入从 2015 年的 21 亿元增长至 2018 年 36 亿元, 复合增速达 20%; 归母净利润从约 1 亿元增长至 3.5 亿元, 复合增速达 53%。

图 2：中海物业分立后业绩增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

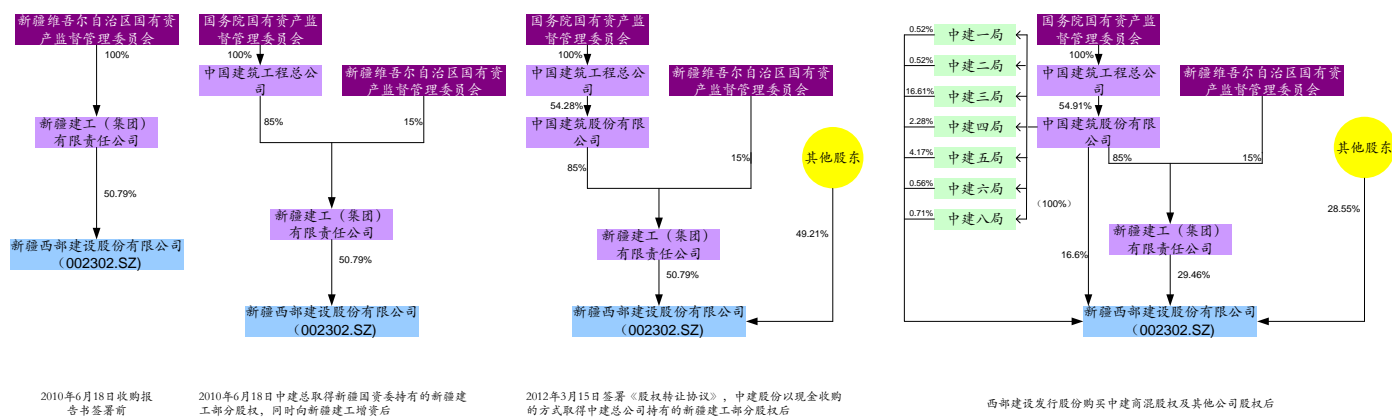
图 3：中国建筑国际分立后业绩增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

**西部建设：**中国建筑的混凝土业务借助西部建设（002302.SZ）实现曲线上市。若按照此次文件定义，或可视为境内 A 股分拆上市。其大致流程为：新疆国资委将新疆建工（西部建设的大股东）85%的股权无偿划转至中建总公司，导致新疆建工旗下建筑业务与中国建筑（股份）形成同业竞争；因而中国建筑（股份）以现金收购新疆建工 85% 股权，并西部建设定向增发购买中国建筑（股份）旗下混凝土相关资产，最终形成了中国建筑旗下混凝土业务单独上市。

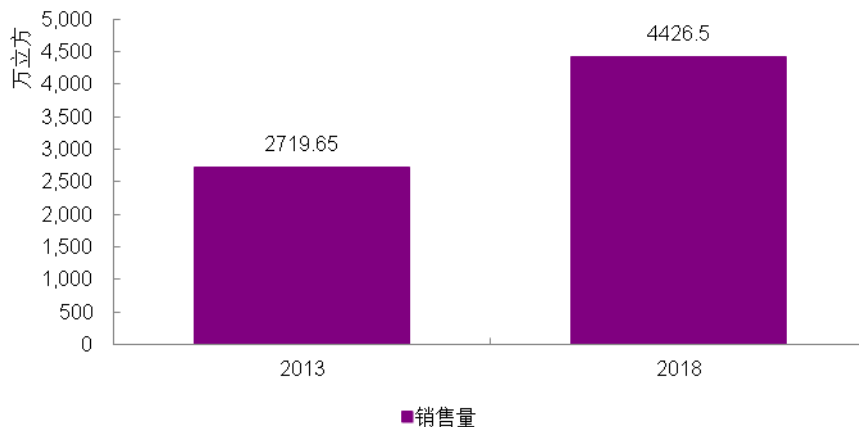
图 4：西部建设股权变更过程



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

西部建设重组之后，其混凝土销量从 2013 年 2720 万立方增长至 2018 年 4427 万立方，复合增速达 10%。此外，西部建设在外加剂、水泥、干混砂浆、装配式建筑等方向都有实现业务突破。2017 年，西部建设完成增发，净融资约 20 亿元。

图 5：西部建设混凝土销售量

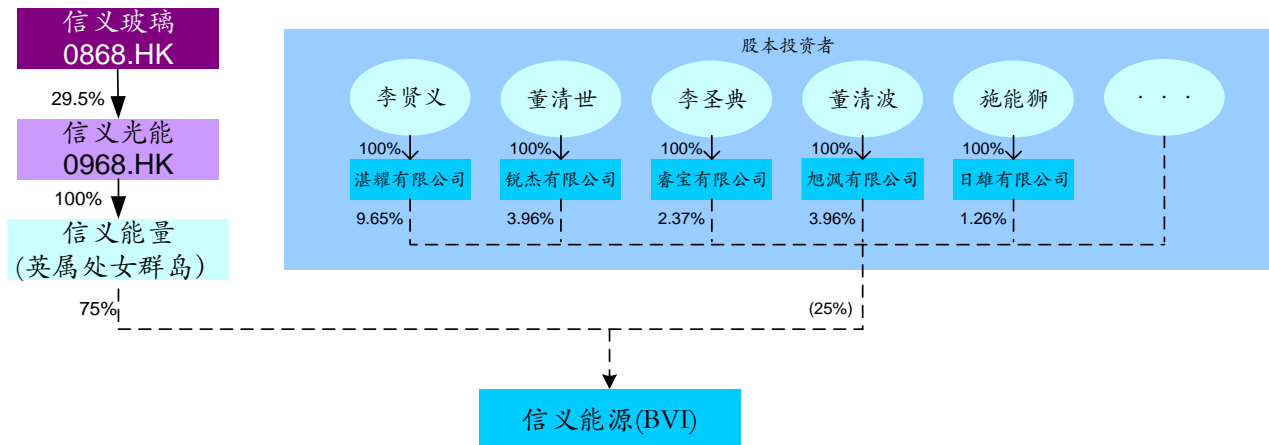


资料来源：公司公告

## 2.2、信义光能分拆信义能源

信义光能于 2019 年 5 月分拆信义能源上市,分拆之前信义光能通过信义能量间接持有信义能源 75%股权;分拆之后,信义光能间接持有信义能源 53.7%股权。

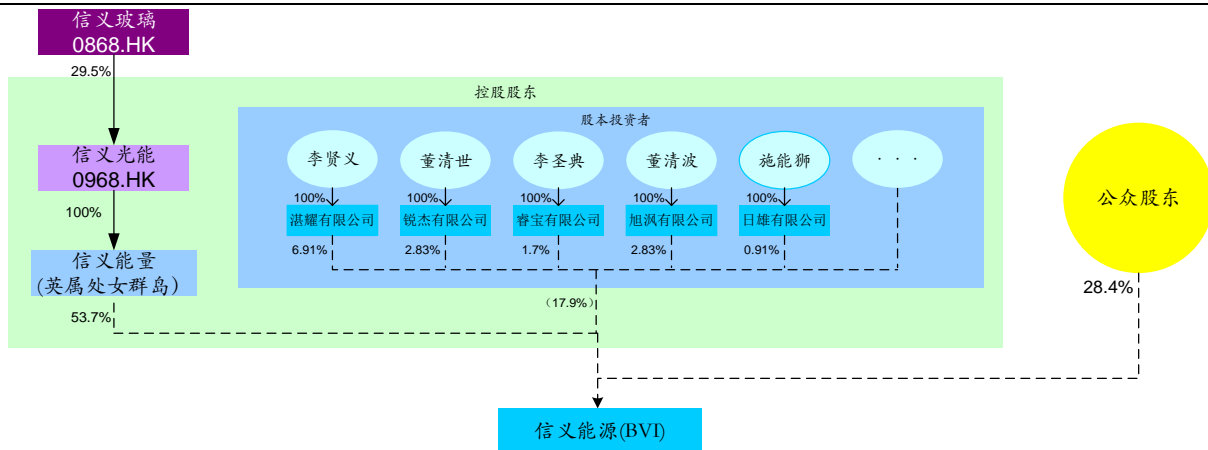
图 6：分拆前，信义玻璃与信义能源股权结构



资料来源：公司招股说明书、Wind，光大证券研究所整理

注：股本投资者中未注明的分别为李文演（毅航有限公司）、李清怀（源溢有限公司）、李清凉（恒灼有限公司）、吴银河（远高有限公司），分别持股 0.95%，股本投资者共计持股 25%

图 7：分拆后，信义玻璃与信义光能股权结构



资料来源：公司招股说明书、Wind，光大证券研究所整理

注：股本投资者中未注明的分别为李文演（毅航有限公司）、李清怀（源溢有限公司）、李清凉（恒灼有限公司）、吴银河（远高有限公司），分别持股 0.68%，股本投资者共计持股 17.90%

信义光能对于分拆的解读为：1) 市场对于信义能源与信义光能的估值方法有不同，所面对的投资者类型亦不同。信义光能可以采用高分红模式，给投资人更佳回报。2) 信义光能可以披露更为详细的财务数据、营运数据，进而提高对投资人的吸引力。3) 分拆后，信义光能和信义能源将在股票、债券资本市场形成两个独立的融资主体；并且金融机构的信贷评级及投放更有针对性。

### 3、分拆带来的投资机会

#### 3.1、分立与分拆大有不同

从《公司法》或者《证券法》角度来看，分立 (Spin-off)、分拆 (Carve-out) 从未被禁止过，但实操层面案例很少。

**分立上市：**《公司法》在第九章对于公司合并、分立、增资、减资有明确的规定，《证券法》第六十七条，对重大事件定义有“公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定”。即便如此，分立上市在 A 股仅有两个案例：城投控股分立上海环境 (2017 年)，东北高速分立龙江交通、吉林高速 (2010 年)。

**分拆上市：**《证券法》、《公司法》中没有禁止分拆，但也没有给出监管细则。2010 年 4 月，证监会在创业板发行监管业务情况沟通会上一度提出“允许境内上市公司分拆子公司至创业板上市”，但在 2010 年年底保荐人培训会议上重申，从严把握上市公司分拆子公司到创业板上市。2010 年迄今，很少有上市公司实现子公司分拆上市 (新三板除外)，更多是通过“控转参”等形式迂回实现。西部建设的案例则是通过“同业竞争”条款实现中建商混的重组上市。

总结中国建筑及信义光能的案例，分立与分拆的差别如下表所述

**表 2：分拆与分立在报表上的差别**

	分拆	分立
融资情况	B 发行股票融资，不涉及换股	A 的股份可按一定比例换成 B 的股份，不涉及融资
控制关系	A 继续控制 B	A 与 B 不存在控制关系
A 与 B 之间交易	A 不属于关联交易； B 属于关联交易	A 与 B 均属关联交易
资产负债率	A 与 B 的资产负债率均降低	不一定

资料来源：光大证券研究所整理总结

注：A 对应原上市公司，B 对应所分立、分拆的子公司

根据 2019 年 8 月 23 日，证监会发布《上市公司分拆所属子公司自境内上市试点若干规定（征求意见稿）》中定义，此次文件所针对的方向并不包括“分立”模式。



### 3.2、分拆如何带来投资机会？

**利润角度：**分拆上市短期无法带来母公司利润的弹性。

- 1) 分拆后子公司仍被母公司所控制，控股子公司的股权价值变动并不会影响利润表。历史上，A股境内分拆上市主要通过“控转参”形式实现，参股公司股权价值变动可以通过公允价值变动、投资收益等形式影响母公司利润。
- 2) 短期角度，少数股东损益增加会相应减少归母净利润（假设分拆子公司净利润为正）；长期角度，分拆子公司独立成长加速，则母公司并表利润亦会增厚。

**投资角度：**对母公司股东而言，由于A股分拆与港股分拆有较大差别，因而较难带来估值弹性。A股并不涉及：1) 换股（对应分立）；2) IPO 优先认购权。因而不会出现基于“打新”目的配置母公司股票的可能。当然，分拆子公司充分定价，分部估值情形下可以提升母公司整体估值，但也有两个问题需要注意：1) 分拆子公司的利润规模、资产规模占母公司的比重。若分拆子公司利润、资产占比较小，则即便分拆子公司估值较高，对母公司整体估值影响亦有限。2) 需要权衡“估值提升”与“少数股东损失增加”影响。

相较于母公司的投资价值，我们更看好分拆后的子公司：通过专业化管理、集团协同拓展外部市场，借助内部市场保障成长底线，再叠加独立融资的优势及独立股东回报体系，分拆后的子公司或将迎来业绩和估值的双击。这一逻辑下，在A股分拆案例尚未落地之前，可关注存在“被重组、被整合”预期的部分上市公司。

## 4、分拆及重组政策松动，提升央企并购热情

### 4.1、建筑央企旗下有众多资产存在分拆可能

建筑央企除传统工程、地产类、金融业务之外还有部分优质业务也有较强竞争力，未来存在分拆的可能。当然，子公司分拆上市仍需要符合主板、中小板、创业板、科创板上市要求，尤其关注存续时间、利润规模、关联交易及同业竞争等限制。

表 3：主要建筑央企非施工、地产业务的占比情况

	其他业务收入 (亿元)	其他业务占收入比重 (不含分部间抵消)	其他业务类型	非施工、地产、金融主业中未独立上市的部分子公司 以及其对应的业务
中国建筑	302	2.5%	设计勘察、其他主营	中建装饰，中建设计，中建钢构，中建安装等
中国交建	475	9.2%	设计、装备制造、其他主营	多家设计院，中交物资，中交公路车辆机械等
中国铁建	978	12.7%	勘察设计咨询、工业制造、物流及物流贸易及其他	铁建重工、高新装备（工业制造），中铁物资（物资采购销售），多家设计院等
中国中铁	729	9.8%	工程设备和零部件制造、勘察设计咨询业务、其他主营、其他业务	高新工业（工业制造），资源集团（矿业），中铁物贸（物资贸易），多家设计院等
中国中冶	159	5.3%	装备制造、资源开发、其他主营	陕压重工设备（冶金专用设备制造），瑞木镍钴、中冶铜锌、金吉矿业、西澳矿业等（资源开发），赛迪集团（设计、服务）等
中国电建	341	11.6%	电力投资与运营、设备制造与租赁、其他主营业务、其他	中电建水电开发、甘肃能源投资、新能源开发等（电力投资），华刚矿业（有色金属采选），生态环境集团（水污染处理），多家设计院等
葛洲坝	386	38.6%	环保、水泥、民用爆破、高速公路、装备制造、水利发电、其他主营业务、其他	葛洲坝水泥，装备工业（装备制造），易普力等（民用爆破），京环科技、绿园科技（环保），中科储能技术（储能）等
中国化学	132	16.2%	其他主营业务、其他	印尼中化巨港（发电）等

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理

注：表格中的其他业务是除工程承包、地产之外业务，收入及收入比重采用 2018 年度数据

注：子公司与表格中的其他业务收入并不存在一一对应关系

央企建筑企业资产庞大，旗下业务较多。子公司分拆上市不仅能够降低其资产负债率，更重要是使资本市场对其各类资产进行充分定价。央企经过多年发展，业务从的工程建设、地产向上下游及新型基建领域拓展；随着资产规模的扩大，精细化管理需求提升，庞大的集团内市场也带来了如设备制造、机器人、BIM、大数据平台等内部科技型、专业型企业快速成长。

以研发支出为例，2018 年度全部 A 股上市公司研发支出前 20 名中，有 7 家建筑公司上榜。正因为建筑集团市场空间巨大，才能围绕主业支撑大规模的研发支出。以中国建筑为例，其研发支出围绕建筑主业展开，加大科技投入，其投入方向包括但不限于：超高层建筑、核电施工、信息化建设、全生命周期智能建造平台、智能建造机器人、智慧社区设计技术、碳纳米管高性能建材等。

表 4：2018 年度全部 A 股上市公司研发支出前 20 名

公司简称	研发支出 (亿元)	研发支出占收入比重	公司简称	研发支出 (亿元)	研发支出占收入比重
中国石油	210	0.9%	工业富联	90	2.2%
上汽集团	159	1.8%	比亚迪	85	6.6%
中国建筑	159	1.3%	中国中冶	83	2.9%
中国中铁	135	1.8%	格力电器	73	3.7%
中国铁建	116	1.6%	京东方 A	72	7.5%
中国中车	112	5.1%	宝钢股份	70	2.3%
中兴通讯	109	12.8%	潍柴动力	65	4.1%
中国交建	102	2.1%	TCL 集团	57	5.0%
美的集团	98	3.8%	海尔智家	54	2.9%
中国电建	93	3.1%	上海建工	52	3.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

总体来看，分拆投资类公司上市（如高速公路运营、电力投资、矿业投资），能够有效降低公司的融资、负债压力；分拆专业化类公司（如钢构、装备制造、物资贸易、环保等），能够让此类企业更好地拓展集团外市场；分拆科技类公司，能够借助资本市场力量令其更快发展。

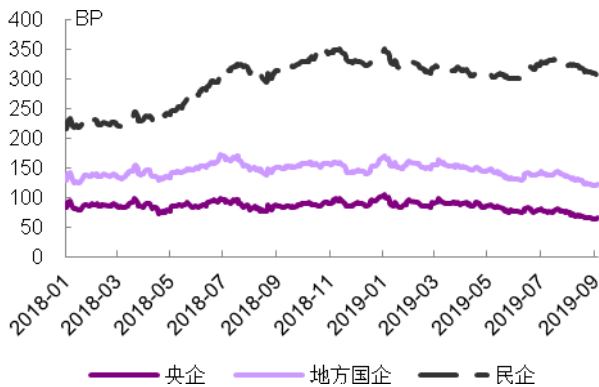
## 4.2、分拆及重组政策或可提升央企并购热情

分拆上市不仅允许 IPO 亦可重组上市。通过重组实现分拆上市，对央企有一定吸引力主要在于：1) 根据最新的文件方向，重组或将放开配套融资。2) 重组上市对于标的要求相对较低（无明确盈利要求、持续经营 2 年以上、有限公司亦可）。

注：2019 年 6 月，证监会在修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定（征求意见稿）中，提出“上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。”

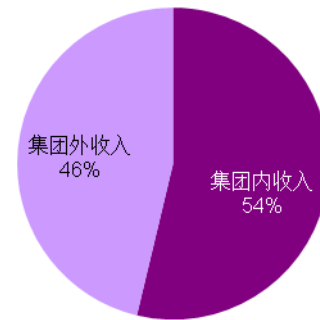
我们认为在分拆政策逐步明朗，重组融资放开的背景下，央企并购民企上市公司的热情有望提升：1) 并购标的降负债率（合并报表）立竿见影。并购的决策及审核流程较分拆上市、重组上市较短。在时机成熟时，仍可启动资产注入程序。2) 并购之后，在避免同业竞争的背景下，可将优质的专业类资产注入，并利用央企庞大的内部市场及融资优势，帮助被并购企业实现快速成长。

图 8：产业债信用利差（算数平均）



资料来源：Wind，截至 2019 年 9 月 10 日

图 9：2018 年，西部建设来自集团内部市场的收入贡献



资料来源：Wind，公司公告

央企并购民企可以 1) 降低并购对象（民企）的融资成本，打通融资渠道。如图 8 所示，不同性质的企业其融资成本有明显差异。2) 内部市场及集团协同：利用集团内部市场帮助并购对象快速成长，利用集团企业间协同加快对外拓展，如西部建设借助中建体系内部对混凝土的需求实现扩张。资产整合后，专业化公司能够在市场上有更强竞争力。

### 4.3、央企并购意愿提升，未来潜在标的梳理

今年来，已有多个典型案例出现：中国中铁拟收购恒通科技（300374.SZ），中建集团完成收购环能科技（300425.SZ），中交集团战略投资碧水源（300070.SZ），新兴集团战略投资名家汇（300506.SZ）等。

**环能科技：**2019 年 1 月，中建启明与环能投资完成股权受让。中建启明以约 9.7 亿元总价款协议收购环能科技 27% 股权，并成为其控股股东。环能科技主业为水处理工程投资建设及运营。注：中建启明为中国建筑集团有限公司的全资子公司。

**恒通科技：**2019 年 5 月，中国中铁与恒通科技股东签署股权转让协议，中国中铁以约 7.8 亿总价款，拟协议收购恒通科技 26.51% 的上市公司股权，第一股东孙志强同时放弃其持有的余下股票（30.62%）的表决权，将使中国中铁成为恒通科技的控股股东。恒通科技主业为木塑复合材料。注：中国中铁收购恒通科技尚未完成。

**碧水源：**2019 年 7 月，中交集团与碧水源股东完成股权受让，中国城乡以约 31.9 亿元总价款，协议收购碧水源 10.12% 的上市公司股权。中国城乡为中交集团旗下全资子公司。碧水源主业为环境处理整体解决方案等。注：中交集团为中国交建的控股股东。

**名家汇：**2019年9月，新兴集团与名家汇股东完成股权受让，新兴集团以6.7亿元总价款，协议收购名家汇11.4%股权。名家汇主业为照明工程设计及施工等。注：新兴集团为中国通用技术（集团）旗下全资子公司。

央企选择并购对象的制约因素有很多，如：财务合规性（税收、社保、法律纠纷等）、资产负债率、收购对价等。此外，收购对象是否会与央企施工主业构成同业竞争亦将是制约点。此外，还需要考虑对方股东是否有出让股权的意愿。在此，我们以资产负债率、大股东质押率为依据，筛选建筑装饰板块中潜在并购标的。

**表 5：建筑装饰板块潜在并购标的筛选**

标的	公司性质	大股东持股比例 (%)	大股东质押比例 (%)	资产负债率 (%)	资产规模 (亿元)	PB (LF)
丽鹏股份	民营企业	12.0	100.0	56.6	59.3	1.1x
文科园林	民营企业	20.8	100.0	39.5	41.7	1.3x
奇信股份	民营企业	40.2	83.4	59.6	49.4	2.1x
中装建设	民营企业	33.1	75.4	58.5	56.6	2.4x
ST 罗顿	民营企业	20.0	100.0	19.3	7.7	2.3x
勘设股份	公众企业	9.4	73.6	45.1	42.1	1.6x
天域生态	民营企业	26.3	75.5	57.4	33.2	1.6x
乾景园林	民营企业	34.8	99.7	42.2	18.2	2.4x

资料来源：Wind，pb 及质押比例截至 2019 年 9 月 10 日；资产负债率、资产规模采用 2019 年中报；资产负债率计算中剔除商誉影响；建筑装饰板块采用申万一级分类；注：筛选标准为 1) 资产负债率小于 60%，2) 大股东质押比例高于 60%。

当然，从实际情况来看，央企对于标的的选择不仅限于建筑装饰板块，主要由于建筑央企的业务范围较广，所培育的子公司上下游均有涉及。环保、装备、建材甚至是科技类公司都有可能成为建筑央企并购的选项。

## 5、投资建议

**分拆对于母公司的投资价值影响较有限：**由于 A 股境内分拆上市并不涉及换股或 IPO 优先认购权，因而投资人无法基于“打新”的考虑去配置母公司股票。当然，分拆子公司后充分定价，分部估值方式会提高母公司整体估值。分部估值的影响多大？则需要注意分拆子公司占母公司净利润的比重，以及权衡“估值提升”与“少数股东损失增加”间的影响。

**分拆短期对母公司利润负面，但长期受益于子公司快速成长。**由于分拆子公司仍被母公司所控制，因而子公司股权价值波动无法通过公允价值变动、投资收益等科目传导至利润端。短期来看，子公司分拆将带来少数股东损失增加（假设子公司利润为正）；长期来看，分拆后实行专业化公司管理，子公司经营业绩会有提速，并表利润仍将增厚。

**央企建筑未来分拆方向不局限在建筑装饰领域。**央企建筑企业资产庞大，旗下业务较多。经过多年发展，央企业务从的工程建设、地产向上下游及新型基建领域拓展；随着资产规模的扩大，精细化管理需求提升，庞大的集团内市场也带来了如设备制造、机器人、BIM、大数据平台等内部科技型、专业型企业快速成长。以研发支出为例，2018 年度全部 A 股上市公司研发支出前 20 名中，有 7 家建筑公司上榜。

**分拆政策、重组政策变化之后，央企并购热情提高。**分拆政策逐步明朗，重组融资放开的背景下，央企并购民企上市公司的情绪有望提升。并购低负债率的民营上市公司在短期内可以降低央企负债率（合并报表口径），同时也可后续子公司分拆重组做准备。今年以来，央企收购民企上市公司股权案例增多，如中建启明收购环能科技、中国中铁拟收购恒通科技、中交集团战略投资碧水源、新兴集团战略投资名家汇等。

**短期看好“被重组、被整合”，长期看好分拆后子公司估值与业绩双击。**于央企而言，分拆子公司对其投资价值影响并不大，更多的作用是降低母公司负债率，并获得筹资性现金流入，最终减轻央企国企降杠杆压力。投资角度，我们更看好分拆后的子公司：通过专业化管理、集团协同拓展外部市场，借助庞大的内部市场保障成长底线，再叠加独立融资的优势及独立股东回报体系，分拆后的子公司或将迎来业绩和估值的双击。以中国建筑分拆（分立）中国建筑国际、中海物业、西部建设为例，发现分拆（分立）后业绩增速较快。这一逻辑下，在 A 股分拆案例尚未落地之前，可关注存在“被重组、被整合”预期的部分上市公司。

## 6、风险分析

### 分拆上市进度存在不确定性：

《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》仍为征求意见稿，未来存在微调的可能。上市公司推进子公司分拆上市仍待细则出台，最终分拆仍需要符合相关法律法规。此外，哪一类资产会被分拆，亦不确定。

### 并购、重组存在不确定性：

央企对并购的民企选择较为苛刻，且符合要求的企业并不局限在建筑装饰板块。对于已并购的民企上市公司，后续产业协同能否如期展开？是否有资产注入计划均有不确定性。

## 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与, 也不, 也将不会与本报告中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 2019 版权所有。

## 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