

谨慎推荐（维持）

## 证券行业事件点评

风险评级：中风险

分拆上市新规落地，创新红利增厚

2019年12月16日

许建锋（SAC 执业证书编号：S0340519010001）

电话：0769-22110925 邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

## 事件：

2019年8月23日，中国证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定（征求意见稿）》。2019年12月13日，中国证监会正式发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（以下简称“《规定》”），并自发布之日起施行。

## 点评：

- **2020年是股权融资大年，分拆上市新规提升券商投行业绩预期。**再融资、并购重组规则先后松绑，科创板试点注册制以稳定运行且不断完善，创业板改革并试点注册制有望在2020年推进，深化新三板改革提速，叠加本次《规定》，分拆子公司在A股上市“破冰”。2019年9月我们判断券商行业以资本市场改革推动的第三行业创新已到，创新红利以科创板上市交易作为起点开始兑现，2020将是股权融资大年，随着改革深入，政策红利叠加，券商投行业绩预期提升，券商估值有望提高。
- **利润要求降低。**《规定》分拆上市的一条关于利润的要求是上市公司最近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6亿元人民币。此前，征求意见稿要求归属上市公司股东的净利润累计不低于10亿元人民币，由于要求较高，部分企业被挡在门外，通过降低了利润门槛，可增加分拆上市适应性。
- **子公司使用募集资金上限提高。**《规定》对拟分拆的子公司使用上市企业募资金作如下要求，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，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产，但拟分拆所属子公司最近3个会计年度使用募集资金合计不超过其净资产10%的除外。过往上市公司募集资金用到子公司情况较普遍，征求意见稿不允许三年内使用过募资的业务或资产分拆单独上市，不符合过往上市公司使用募集资金的客观需求，不利于增加科技类企业分拆上市适应性。
- **放宽董事、高级管理人员及其关联人员对拟分拆子公司的持股上限。**《规定》要求上市公司拟分拆所属子公司董事、高级管理人员及其关联方持有拟分拆所属子公司的股份，合计不得超过所属子公司分拆上市前总股本的30%。随着管理层激励发展，上市公司管理层持股情况越发普遍，为适应市场发展需求，对拟分拆子公司的持股比例从征求意见稿的10%提升至30%。
- **修改同业竞争的表述。**《规定》对同业竞争的要求如下，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要符合证监会、证券交易所关于同业竞争、关联交易的要求。由于主板、科创板、创业板对同业竞争的要求不一，因此要求表述作修改以兼顾各板块的制度要求。
- **投资建议。**《规定》落地为上市公司分拆子公司在A股上市实现“破冰”，是资本市场改革过程的创新举措，亦是我国资本市场逐步向国外接轨的体现。国际上大多数成熟市场允许分拆上市，据证券日报统计，我国香港市场2011年至今已完成40余单；2016-2018年，美国市场也有80余单分拆案例。目前已有逾40家A股公司有分拆的意愿。券商行业进入以资本市场改革推动的第三次行业创新周期已到，第一阶段创新红利主要出现在股权融资业务，2020年将是股权融资大年，推荐投行业务突出、政

策红利收益明显的头部券商，中信证券（600030）、华泰证券（601688）、海通证券（600837），适当关注中信建投（601066）。

- **风险提示。**股权融资规模增长不及预期，资本市场改革进度放缓，贸易摩擦风险提升，两融余额、市场成交量大幅萎缩。

**表 1：分拆上市新规施行稿与征求意见稿比较**

	施行稿	征求意见稿	修订
上市期限	上市公司股票上市已满 3 年	上市公司股票上市已满 3 年	
净利润	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，归属于上市公司股东的净利润累计不低于 6 亿元人民币（本规定所称净利润以扣除非经常性损益前后孰低值计算）。	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）。	归属上市公司股东的净利润累计不低于 10 亿元人民币改为不低于 6 亿元。
分拆净资产比例	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归属于上市公司股东的净利润的 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归属于上市公司股东的净资产的 30%。	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。	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。	
募资使用	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，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产，但拟分拆所属子公司最近 3 个会计年度使用募集资金合计不超过其净资产 10% 的除外；上市公司最近 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。	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。	允许最近三年内使用募资规模不超过子公司净资产 10% 的子公司分拆上市

	<p>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。</p>		
<p>持股比例</p>	<p>上市公司董事、高级管理人员及其关联方持有拟分拆所属子公司的股份，合计不得超过所属子公司分拆上市前总股本的 10%；上市公司拟分拆所属子公司董事、高级管理人员及其关联方持有拟分拆所属子公司的股份，合计不得超过所属子公司分拆上市前总股本的 30%。</p>	<p>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%。</p>	<p>征求意见稿的持股比例为不超过 10%改为不超过 30%</p>
<p>同业竞争</p>	<p>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。本次分拆后，上市公司与拟分拆所属子公司均符合中国证监会、证券交易所关于同业竞争、关联交易的监管要求，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，独立性方面不存在其他严重缺陷。</p>	<p>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。</p>	<p>与征求意见稿表述方式不同。</p>

资料来源：Wind，其他媒体，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn