

# 建筑装饰

证券研究报告  
2020年02月08日

## 从国企分拆上市案例看共性特征：谁会是下一个？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517030004

tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517040005

yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519040001

xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业专题研究:疫情如何影响工程建设?》2020-02-04
- 《建筑装饰-行业研究周报:疫情可能引导风险偏好下降,低估值建筑有望受到关注》2020-02-02
- 《建筑装饰-行业深度研究:装配式建筑是如何建成的?--主流体系参数全解析》2020-01-30

国企分拆上市案例共性探究：中国铁建、上海电气、上海建工

自中国证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》后，已经有3家A股上市公司发布公告，决定分拆子公司在A股市场上市。其中：

(1) 中国铁建拟分拆子公司铁建重工到科创板上市。铁建重工是中国生产能力最大、设备最全、工艺最先进的隧道掘进机制造商。

(2) 上海电气拟分拆子公司电气风电至科创板上市。电气风电是国家清洁能源骨干企业，是中国领先的陆上风电整机商与中国最大的海上风电整机商。

(3) 上海建工拟分拆子公司建工科技在上交所主板上市。建工材料是全国第三大、上海地区最大的商品混凝土生产企业，具有预拌商品混凝土生产最高资质。

两家建筑公司具有企业价值在股票市场被严重低估、需要拓展新的融资渠道、分拆的公司与公司主业相对独立，同时又符合国家发展方向共性特征。由于分拆的公司与公司主业相对独立，所以较容易将其进行分拆，不会产生同业竞争的情况。而分拆后能够让大众看到子公司的核心竞争力及其价值，从而有利于提升母公司的估值，进而拓宽母公司融资渠道。

分拆上市的公告出来后上市公司估值有没有提升？我们研究了公告前后这些公司的超额收益情况，发现准备分拆上科创板的中国铁建、上海电气在公告发布当天存在一部分超额收益，后面超额收益逐步消失；而上海建工拟分拆上主板则没有超额收益。总之，分拆上市短期对公司估值影响不大。

未来有潜能拟分拆子公司上市的企业大猜想

由于建筑国企资产规模比较大，可分拆的板块多，分拆的概率比较高，按照上文对目前分拆预案的共性研究，我们认为中国建筑的全资子公司中建科技、中国交建下属子公司中交疏浚、中冶赛迪下属子公司赛迪热工环保、赛迪装备具有可能性，并符合分拆上市条件。

(1) 中建科技是中国建造绿色发展引领者，已在建筑工业化领域成功实现了国内多个“第一”，是全国唯一获取住建部授牌成立“新型建筑工业化集成建造研究中心”。中建科技符合国家发展装配式建筑的政策导向，但可能和中国建筑国际存在同业竞争，如要分拆上市需进行相关业务合并。

(2) 中交疏浚是全球规模最大的疏浚公司，拥有当今中国最大、最先进的疏浚船队，年疏浚能力逾8亿立方米，具有雄厚的实力、精湛的技术和优良的业绩。中交疏浚的业务和中国交建主业独立，中国交建资产负债率高，需要拓展新的融资渠道，而新规发布对于中交疏浚上市是一个良好的契机，能够拓展中国交建和中交疏浚的融资渠道。

(3) 赛迪热工环保是由中冶赛迪控股的国家级热工环保高新技术企业，具有冶金行业专业甲级设计资质，环境污染治理甲级资质，是国家发改委审核备案的节能服务公司；赛迪装备以中冶赛迪公司为技术依托，拥有强大的技术研发、产品开发力量和强大的生产制造能力。赛迪热工环保和赛迪装备都具有强大的技术研发能力，和中国中冶的主业独立，从已公开数据中，我们分析得赛迪热工环保或赛迪装备的财务数据满足分拆上市的条件，但是否和其他装备板块存在同业竞争还需要研究。

**风险提示：**分拆上市是否能够获得核准及相关核准实际尚存在较大不确定性，疫情使行业基本面出现恶化。

## 内容目录

<b>1. 国企分拆上市共性探究：中国铁建、上海电气、上海建工</b> .....	<b>3</b>
1.1. 中国铁建：拟分拆子公司铁建重工到科创板上市.....	3
1.2. 上海电气：拟分拆子公司电气风电到科创板上市.....	5
1.3. 上海建工：拟分拆子公司建工材料至上交所主板上市.....	7
1.4. 三家拟分拆上市公司的共性特征分析.....	10
1.4.1. 上市公司业务较多，部分子版块较独立、符合国家发展方向.....	10
1.4.2. 企业价值在股票市场均被低估.....	10
1.4.3. 都需要拓展新的融资渠道.....	12
<b>2. 未来有潜能拟分拆子公司上市的国企大猜想</b> .....	<b>13</b>
2.1. 中建科技：具有全国领先的装配式一体化技术.....	13
2.2. 中交疏浚：中国疏浚行业的领军企业.....	15
2.3. 赛迪热工环保、赛迪装备：有强大的技术研发能力.....	18
<b>3. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 1. 国企分拆上市共性探究：中国铁建、上海电气、上海建工

分拆上市又叫股权剥离，是指母公司将资产的一部分转移到新设立的公司，再将子公司股权对外出售，在不丧失控制权的情况下给母公司带来现金收入的方法。上市公司分拆是资本市场优化资源配置的重要手段，有利于公司理顺业务架构，拓宽融资渠道，获得合理估值，完善激励机制，对更好地服务科技创新和经济高质量发展具有积极意义。

2019年12月12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》。目前已经有3家A股上市公司发布公告，决定分拆子公司在A股市场上市。其中，中国铁建和上海电气拟分拆子公司在科创板上市，上海建工拟分拆子公司在上交所主板上市。

### 1.1. 中国铁建：拟分拆子公司铁建重工到科创板上市

根据中国铁建发布的预案，拟分拆子公司铁建重工到科创板上市。铁建重工为公司下属公司，从事掘进机装备、轨道交通设备和特种专业装备的设计、研发、制造和销售。

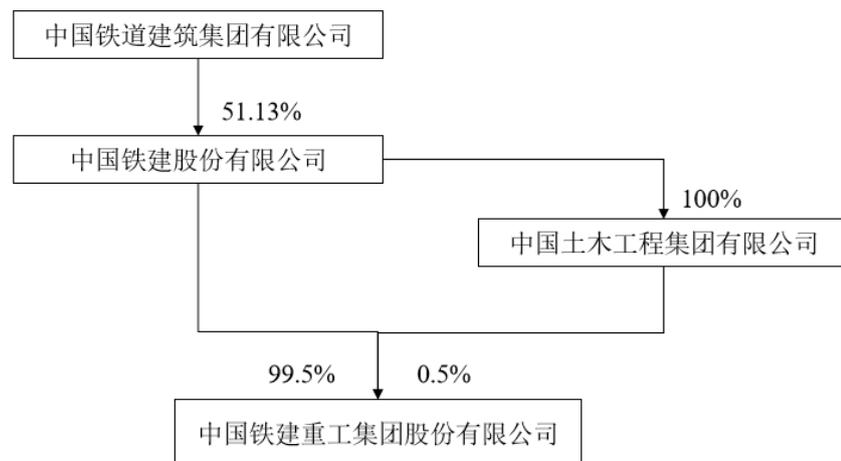
表 1：发行方案

上市地点	上交所科创板
发行股票种类	境内上市的人民币普通股（A股）
股票面值	1.00元人民币
发行对象	符合中国证券监督管理委员会等监管机关相关资格要求的询价对象
发行上市时间	铁建重工将在上交所批准及中国证监会注册后选择适当的时机进行发行
发行方式	采用网下配售和网上资金申购发行相结合的方式或者中国证监会、上交所认可的其他发行方式
发行规模	本次发行股数占铁建重工发行后总股本的比例不超过25%。
发行时实施战略配售	本次发行及上市采用战略配售的，战略投资者获得配售的股票总量不超过本次发行及上市股票数量的30%。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

根据发行方案，铁建重工拟上市地点为上交所科创板，股票面值为1元，此次发行股数占铁建重工发行后总股本的比例不超过25%。股权结构方面，中国铁建直接持有铁建重工100%的股份，是铁建重工的控股股东。由国务院国资委履行出资人职责的中国铁道建筑集团有限公司持有中国铁建51.13%的股份，因此铁建重工的实控人为国务院国资委。

图 1：中国铁建股权结构图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

财务数据方面，2016年-2018年，铁建重工分别实现净利润9.63亿元、13.08亿元、16.44亿元；2019年前三季度，铁建重工实现净利润9.23亿元。近三年铁建重工总资产、净资产、净利润不断增长，呈现稳中向上的趋势。

表 2：铁建重工三年及一期财务数据

(单位: 亿元)	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2019 年 9 月 30 日
总资产	113.00	150.77	160.97	162.82
增长率	—	33.42%	6.77%	—
净资产	69.04	81.19	93.90	68.13
增长率	—	17.60%	15.65%	—
净利润	9.63	13.08	16.44	9.23
增长率	—	35.83%	25.69%	—

资料来源：公司公告、天风证券研究所

对于证监会发布的上市公司拟分拆子公司 A 股上市应当同时满足 7 项条件中国铁建也在发行预案中对拟分拆铁建重工上市的可行性逐一进行了回应。

表 3：铁建重工分拆上市可行性

上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定	中国铁建
上市公司股票上市已满 3 年	公司股票于 2008 年在上交所主板上市
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	符合相关规定
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%	符合相关规定
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	符合相关规定
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，以及同期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	符合相关规定
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%	符合相关规定
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	本次分拆有利于中国铁建突出主业、增强独立性。本次分拆后，中国铁建与铁建重工不存在实质性同业竞争符合监管要求。同中国铁建与铁建重工资产、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。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

铁建重工是中国生产能力最大、设备最全、工艺最先进的隧道掘进机制造商。先后完成土压平衡系列、泥水平衡系列、硬岩（TBM）系列隧道掘进机的研发与制造，多项技术打破了国外厂家在掘进机领域的长期垄断。铁建重工轨道系统位列国际先进水平，一度刷新了中国高铁最高速度和舒适度水平，产品远销美国、加拿大、非洲、西亚等 30 多个国家和地区；自主研发的智能型凿岩台车、智能型湿喷台车国内市场占有率稳居第一，助推中国隧道智能建造。

图 2：敞开式岩石隧道掘进机（TBM）



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 3：HPS3016S 系列喷射台车



资料来源：公司官网、天风证券研究所

同时，铁建重工研发制造的隧道掘进机（TBM）高端装备作为“十二五”国家科技创新重大成就，接受了习近平总书记的检阅，荣登央视大型纪录片《大国重器 II》，成为高端装备“国家名片”，技术直逼国际巨头，达到国际领先水平。目前铁建重工的掘进机产品已连续四年占据国产市场的“半壁江山”，先后销售 400 多台套。市场占有率 85% 以上的 TBM 和大直径盾构机成为国产第一品牌，被广泛应用于国内 30 多个省市的地铁、铁路、煤矿和水利等重点工程，同时出口欧洲，以及中东地区，在“一带一路”建设中大显身手。

铁建重工先后被评为“国家重大技术装备首台套示范单位”、“中国最佳自主创新企业”、“国家级两化深度融合示范企业”、“装备中国创新榜样奖”等称号，并获得了“中国专利优秀奖”、“中国工程机械年度产品 TOP50 技术创新金奖”、“湖南省产业技术创新十大标志性成果”等诸多荣誉。

## 1.2. 上海电气：拟分拆子公司电气风电到科创板上市

上海电气拟将控股子公司电气风电分拆至上交所科创板上市。本次分拆完成后，上海电气股权结构不会发生变化，本次发行股数占电气风电发行后总股本的比例不超过 40%。上海电气想通过本次分拆将电气风电打造成为公司下属独立风电核心业务上市平台，通过科创板上市加大风电产业核心技术的进一步投入，将实现风电业务板块的做大做强，增强风电业务的盈利能力和综合竞争力。

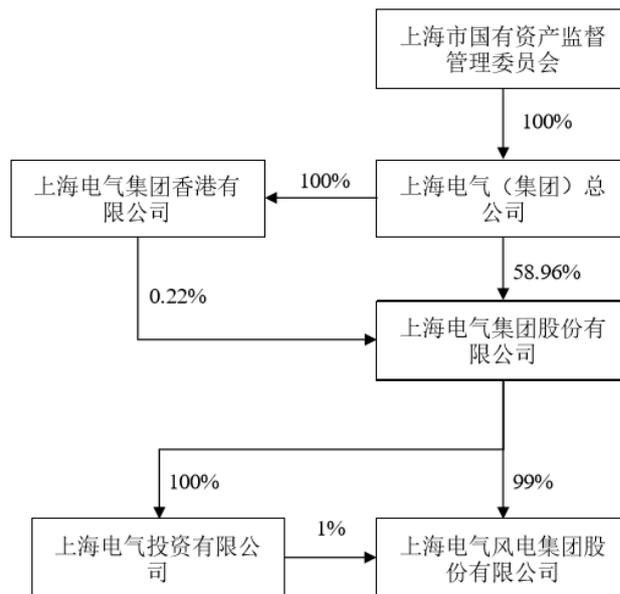
表 4：发行方案

上市地点	上交所科创板
发行股票种类	境内上市的人民币普通股（A 股）
股票面值	1.00 元人民币
发行对象	符合中国证券监督管理委员会等监管机关相关资格要求的询价对象以及已在上交所开立 A 股证券账户的自然人、法人及其他机构投资者（中国法律、法规、规章及规范性文件禁止者除外）
发行上市时间	电气风电将在上交所批准及中国证监会注册后选择适当的时机进行发行，具体发行日期由电气风电股东大会授权电气风电董事会于上交所批准及中国证监会注册后予以确定
发行方式	采用网下配售和网上资金申购发行相结合的方式或者中国证监会、上交所认可的其他发行方式
发行规模	本次发行股数占电气风电发行后总股本的比例不超过 40%
发行时实施战略配售	本次发行及上市如采用战略配售的，战略投资者获得配售的股票总量不超过本次发行及上市股票数量的 30%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

电气风电属于上海电气的新能源及环保设备板块，上海电气直接持有 99% 的股份，通过全资子公司上海电气投资间接持有 1% 的股份。而国资委通过控股上海电气（集团）总公司，成为上海电气的实际控制人，即上海电气风电的实际控制人也是国资委。

图 4：电气风电股权结构图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

财务方面，上海电气 2016 年度、2017 年度以及 2018 年度实现扣非净利润分别为 13.85 亿元、16.97 亿元以及 19.01 亿元。电气风电的盈利情况存在一定波动，2018 年电气风电的净利润为负；总资产同比有所上升，净资产略微下降。2019 年 1-9 月情况有所好转，总资产、净资产、净利润都有大幅度上升。电气风电经过 12 年的发展，通过数据驱动创新，逐渐走出了瓶颈期，电气风电未来发展符合国家可持续战略导向。

表 5：电气风电两年及一期财务数据

(单位：亿元)	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2019 年 9 月 30 日
总资产	124.18	140.90	165.75
总资产增长率	—	13.47%	—
净资产	22.01	21.49	37.44
净资产增长率	—	-2.38%	—
净利润	0.21	-0.52	0.10
净利润增长率	—	-346.90%	—

资料来源：公司公告、天风证券研究所

本次分拆完成后，上海电气仍将控股电气风电，电气风电的财务状况和盈利能力仍将反映在公司的合并报表中。尽管本次分拆将导致上海电气持有电气风电的权益被摊薄，但是通过本次分拆，电气风电的发展与创新将进一步提速，进而有助于提升上海电气未来的整体盈利水平。对于证监会发布的上市公司拟分拆子公司 A 股上市应当同时满足 7 项条件上海电气也在发行预案中对拟分拆电气风电上市的可行性逐一进行了回应。

表 6：电气风电分拆上市可行性

上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定	电气风电
上市公司股票上市已满 3 年	公司股票于 2008 年在上交所主板上市
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	符合相关规定
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%	符合相关规定
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	符合相关规定

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,以及同期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 符合相关规定

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% 符合相关规定

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 1、本次分拆有利于公司突出主业、增强独立性。2、本次分拆后,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

资料来源:公司公告、天风证券研究所

电气风电是国家清洁能源骨干企业,是中国领先的陆上风电整机商与中国最大的海上风电整机商。具备国内领先的风电整机及关键零部件设计能力,实现了产品的全功率覆盖和全场景覆盖。具备完全的自主知识产权,海上产品通过战略合作、自主研发,掌握了国际领先的海上风电制造技术和运维能力。除风力发电机组整机设计技术外,电气风电具备了以叶片技术、控制技术为代表的风机核心技术自主研发能力,具备了领先的装备制造能力,形成了强大的核心技术体系和整机系统级别技术优势。

图 5: 大中型电机



资料来源:公司官网、天风证券研究所

图 6: 新兴产品



资料来源:公司官网、天风证券研究所

电气风电经过多年努力,已成为中国最大的海上风电整机制造商。2017 年,电气风电海上新增装机容量 58.8 万千瓦,国内第一。2018 年,共有 7 家整机制造企业有海上新增装机,其中电气风电新增装机最多,共 181 台,容量为 72.6 万千瓦,在全部海上新增装机容量占比达到 43.9%。2018 年,电气风电陆上与海上风电机组新增装机容量合计为 114 万千瓦,占当年全国新增装机容量市场份额的 5.4%,全国排名第五位;2017 年、2016 年分别占当年全国新增装机容量市场份额的 5.7%、7.4%,全国排名均为第六位。

### 1.3. 上海建工: 拟分拆子公司建工材料至上交所主板上市

上海建工拟分拆所属子公司上海建工材料工程有限公司(下称“建工材料”)至上交所主板上市。本次分拆完成后,建工材料仍为公司控股子公司,本次分拆不会对公司股权结构造成影响。

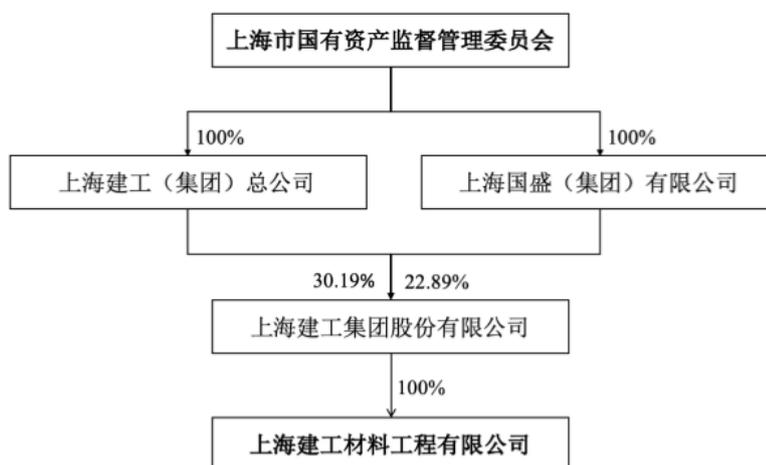
表 7: 发行方案

上市地点	上交所主板
发行股票种类	境内上市的人民币普通股（A 股）
股票面值	1.00 元人民币
发行对象	符合中国证券监督管理委员会等监管机关相关资格要求的询价对象以及已在上交所开立 A 股证券账户的自然人、法人及其他机构投资者
发行上市时间	建工材料将在获取中国证监会核准后选择适当的时机进行发行，具体发行日期由建工材料股东大会授权建工材料董事会于获得上述批准或核准后予以确定。
发行方式	采用网下配售和网上资金申购发行相结合的方式或者证监会、上交所认可的其他发行方式
发行规模	建工材料股东大会授权建工材料董事会根据有关监管机构的要求、证券市场的实际情况、发行前股本数量、募集资金项目资金需求量等，与主承销商协商确定最终发行数量。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

股权结构方面，建工材料为上海建工全资子公司，上海国有资产监督管理委员会通过其全资子公司上海建工（集团）总公司持有公司、上海国盛（集团）有限公司合计持有上海建工 53.08% 股份，为上市公司实际控制人，亦为建工材料实际控制人。

图 7：建工材料股权结构图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

财务方面，至 2019 年 9 月 30 日，建工材料资产总额 218 亿元，归属于母公司所有者的股东权益 27.8 亿元。2019 年前三季度，实现净利润 2.58 亿元，2016 年至 2018 年的净利润分别为 2.47 亿元、2.56 亿元和 3 亿元。无论是总资产、股东权益还是净利润都呈现不断上升的趋势。

表 8：建工材料两年及一期财务数据

（单位：亿元）	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2019 年 9 月 30 日
总资产	103.20	134.05	170.56	218.16
总资产增长率	—	29.89%	27.14%	—
股东权益	21.58	23.34	25.18	27.77
股东权益增长率	—	8.16%	7.88%	—
净利润	2.47	2.56	3	2.58
净利润增长率	—	4%	15.38%	—

资料来源：公司公告、天风证券研究所

通过本次分拆上市，母、子公司可发挥各自优势，建工材料聚焦发展预拌混凝土业务，并拓展其它新兴、绿色环保材料业务，进而有利于改善上海建工资产质量，增强上海建工整体盈利能力。对于证监会发布的上市公司拟分拆子公司 A 股上市应当同时满足 7 项条件上海建工也在发行预案中对拟分拆铁建重工上市的可行性逐一进行了回应。

表 9：建工材料分拆上市可行性

上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定	建工材料
上市公司股票上市已满 3 年	上海建工 1998 年 6 月于上交所主板上市
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	符合相关规定
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%	符合相关规定
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	符合相关规定
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，以及同期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	符合相关规定
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%	符合相关规定
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	通过本次分拆将以预拌商品混凝土及混凝土预制构件为主的建材类业务剥离，可进一步聚焦公司主业，集中开发重大工程的建设、设计等业务，提高市场竞争力，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。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

建工材料主要从事预拌混凝土、预制构件和石料的制造和销售，是全国第三大、上海地区最大的商品混凝土生产企业。建工材料是上海最早生产销售预拌混凝土的企业之一，具有预拌商品混凝土生产最高资质，目前年生产能力达 2500 万立方米以上；建工材料拥有预制构件生产最高资质，是上海市最大的建筑构件、地铁管片、市政预制构件生产商，预制构件年产能 75 万立方米左右。

图 8：周康航经适用房



图 9：上海中心大厦



资料来源：城市导报、天风证券研究所

资料来源：搜狐网、天风证券研究所

建工材料承担了几乎全部上海标志性建筑和重大工程建设项目的预拌混凝土供应，如上海展览中心、上海博物馆、上海大剧院、上海体育场、上海国际会议中心、上海环球金融中心、金茂大厦、上海迪士尼乐园等；各类交通枢纽如浦东国际机场、上海南站、虹桥交通枢纽等；各类高架桥梁如南浦大桥、杨浦大桥、东海大桥等。建工材料公司参与的上海周康航大型居住社区荣获詹天佑奖，成为全国唯一同时获得日本预制建筑协会 PCN 认定和日本建材实验中心 JIS 认证的企业。

科创板重点支持的是新一代的信息技术、生物医药、高端制造、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，建工材料主要从事的是预拌混凝土、预制构件和石料的制造的销售，科技创新并不是公司的主要竞争点。因此建工材料选择传统的主板进行上市。

## 1.4. 三家拟分拆上市公司的共性特征分析

### 1.4.1. 上市公司业务较多，部分子版块较独立、符合国家发展方向

中国铁建的主营业务为工程承包、勘察设计咨询、工业制造、物流与物资贸易等，铁建重工主要从事掘进机装备、轨道交通设备和特种专业装备的设计、研发、制造和销售，与中国铁建其他业务板块之间保持高度的业务独立性；电气风电的业务领域、运营方式与上海电气其他业务之间保持较高的独立性；上海建工主营业务包括建筑施工业务、房产开发业务、城市建设投资业务、设计咨询业务和建材工业业务等五大业务板块，建工材料主营业务为预拌混凝土、预制构件等材料的生产销售，属于建材工业业务板块，与上海建工其他业务板块之间保持高度的独立性。

表 11:中国铁建、上海电气、上海建工主要业务板块

公司名称	主要业务板块
中国铁建	中国铁建的主要业务板块有工程承包、勘察设计咨询、工业制造、物流与物资贸易、房地产开发、其他业务。从事工业制造的主体为铁建重工和中国铁建高新装备股份有限公司，铁建装备主要从事大型养路机械相关业务，两者不存在业务交叉。
上海电气	上海电气主营业务主要分为四个板块：（1）新能源与环保设备板块：主要包括设计、制造和销售核电核岛设备、风电设备和大型铸锻件等重型机械设备（2）高效清洁能源设备板块：主要包括设计、制造和销售燃煤及燃机设备、核电常规岛设备和输配电设备（3）工业装备板块：主要包括设计、制造和销售电梯、机械基础零部件（4）现代服务业板块：主要包括提供电力和其他行业工程的一体化服务，提供金融产品及服务。电气风电新能源及环保设备板块
上海建工	上海建工主营业务包括建筑施工业务、房产开发业务、城市建设投资业务、设计咨询业务和建材工业业务等五大业务板块。建筑施工为公司传统优势业务，业务涵盖涉及超高层建筑、宾馆商厦楼宇、工业建筑、环保工程、水利水电工程等多个领域；设计咨询是核心业务之一；房产开发业务包含房地产开发建设、销售、租赁以及物业管理等服务，相关业务主要由全资子公司建工房产负责；城市建设投资业务主要是以 PPP 方式投资；建工材料属于建材工业业务板块，与上海建工业务体系中的其他业务的具体产品、客户对象及主要原材料供应商等都有明显区别

资料来源：公司公告、天风证券研究所

铁建重工的发展能够为全球基础设施建设贡献中国智慧，响应了国家加快建设制造强国的号召，也有利于国家一带一路战略实施；电气风电是国家清洁能源骨干企业，符合国家新能源发展导向；建工材料的新兴、绿色环保材料业务的发展，符合我国可持续发展战略导向。

### 1.4.2. 企业价值在股票市场均被低估

根据中国铁建、上海电气、上海建工近 10 年市盈率通道图，可以看出目前市盈率处于历史较低水平，上海建工甚至达到了历史最低水平。但是从基本面上看，三家公司近 10 年资产负债率变化不大甚至有所下降，净利率 10 年内呈现缓慢上升的趋势，基本面是不断

向好的，估值较低更多的是情绪上的原因。因此，就两家建筑公司而言，都属于市场规模大但估值较低的标的，企业的价值在股票市场被低估。

图 10：中国铁建近 10 年 PEband



资料来源：wind、天风证券研究所

图 11：上海电气近 10 年 PEband



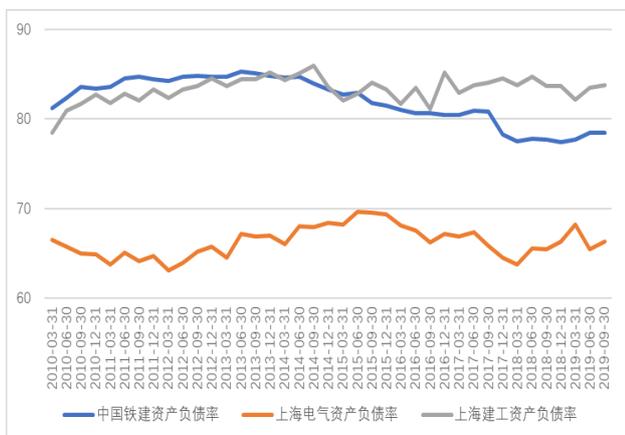
资料来源：wind、天风证券研究所

图 12：上海建工近 10 年 PEband



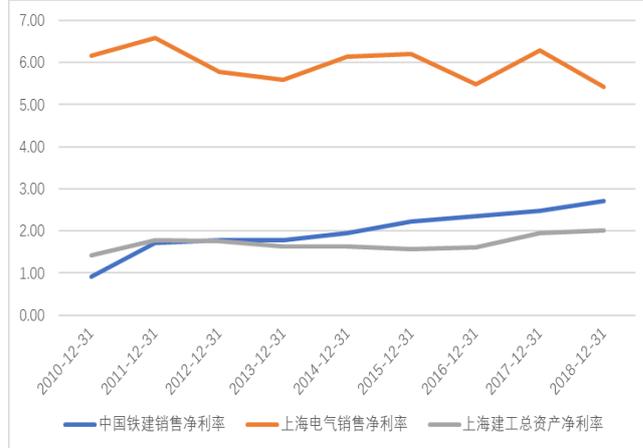
资料来源：wind、天风证券研究所

图 13：中国铁建、上海电气、上海建工近 5 年资产负债率 (%)



资料来源：wind、天风证券研究所

图 14：中国铁建、上海电气、上海建工近 10 年销售净利率 (%)



资料来源：wind、天风证券研究所

低估原因可能是对于实行多元化经营的上市公司，其业务范围往往涉及广泛的领域，使得市场投资者对其所涉及的复杂业务可能无法做到正确的理解和接受，因此可能会低估其股票的市场价值。而经过分拆后，有关子公司价值的持续公开信息可能会对子公司的经营业绩产生正面的影响；相关子公司作为一个独立于母公司的经济实体，也可以更容易的对公

司的业绩进行评估。子公司经过分拆后有了自身独立的新的市场价值。

那么，分拆上市的公告出来后上市公司估值有没有提升？我们研究了公告前后这些公司的超额收益情况，发现准备分拆上科创板的**中国铁建**、**上海电气**在公告发布当天存在一部分超额，后面超额收益逐步消失；而**上海建工**拟分拆上主板则没有超额收益。总之，分拆上市短期对公司估值影响不大。

表 10：超额收益研究

公司名称	公告发布前一天涨跌幅	公告发布当天涨跌幅	公告发布第二天涨跌幅
中国铁建	2019 年 12 月 18 日股价涨跌幅为 -1.39%；沪深 300 涨跌幅为 -0.22%，不存在超额收益	12 月 19 日股价涨跌幅 2.62%，沪深 300 涨跌幅为 -0.14%，超额收益率为 2.76%。	12 月 20 日股价涨跌幅为 -1.374%；沪深 300 涨跌幅为 -0.25%，不存在超额收益
上海电气	2020 年 1 月 6 日股价涨跌幅为 0.797%；沪深 300 涨跌幅为 -0.38%，超额收益率为 1.177%	1 月 7 日股价涨跌幅为 1.78%，沪深 300 涨跌幅为 0.75%，超额收益率为 1.03%。	1 月 8 日股价涨跌幅为 -1.165%；沪深 300 涨跌幅为 -1.15%，不存在超额收益
上海建工	2020 年 1 月 9 日股价涨跌幅为 1.4%；沪深 300 涨跌幅为 1.27%，基本不存在超额收益率	1 月 10 日股价涨跌幅为 -0.28%，沪深 300 涨跌幅为 -0.03%，没有超额收益率	1 月 11 日股价涨跌幅为 -0.28%；沪深 300 涨跌幅为 0.98%，不存在超额收益率

资料来源：wind、天风证券研究所

### 1.4.3. 都需要拓展新的融资渠道

中国铁建目前的 PB 值 0.72，上海电气 PB 值 1.08，上海建工 PB 值 1.06，根据近 10 年中国铁建、上海电气、上海建工的 PB 通道图，可以看出最近 3 家公司的 PB 值都处在低位，中国铁建的 PB 值甚至小于 1，可知中国铁建的资本运作能力、股权融资上肯定受到较大限制，而上海电气和上海建工的 PB 值处在 1 附近，股权融资也会在一定程度上受到限制。就两家建筑公司而言，资本负债率都较高，需要拓展新的融资渠道，降低资产负债率。

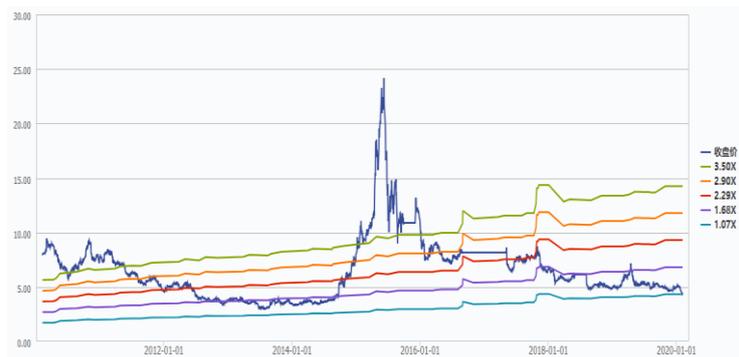
对于母公司来说，由于子公司分拆上市，面向公众融资，会增加合并资产负债表的现金及资本公积；同时增加现金流量表的融资现金流。同时能够让大众看到子公司的核心竞争力及其价值，从而提升母公司的估值，进而拓宽母公司融资渠道。

图 15：中国铁建近 10 年 PBband



资料来源：wind、天风证券研究所

图 16：上海电气近 10 年 PBband



资料来源：wind、天风证券研究所

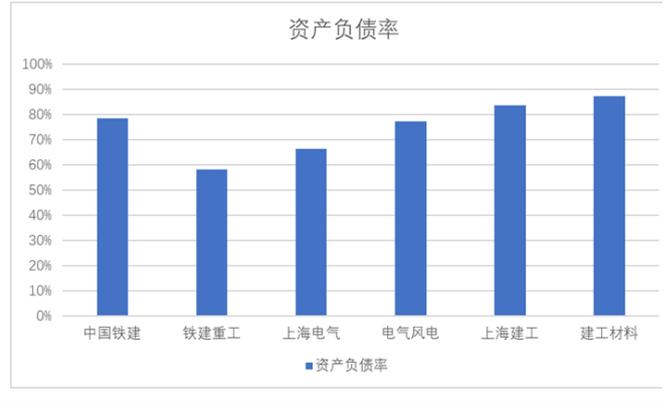
对于子公司来说可以进行股权融资，可以满足发展前景广阔，创新能力强，业务相对独立的子公司的持续融资需求。除铁建重工外，电气风电和建工材料的资产负债率都高于母公司，对于融资具有更紧迫的需求，再加上这些子公司实力强劲、有广阔的发展前景，分拆上市有利于长远发展。

图 17：上海建工近 10 年 PB 值走势图

图 18：中国铁建、上海电气、上海建工及其拟上市公司资产负债率



资料来源：wind、天风证券研究所



资料来源：wind、天风证券研究所

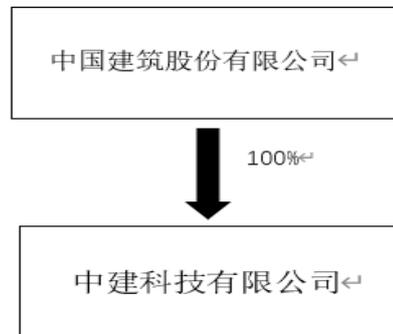
## 2. 未来有潜能拟分拆子公司上市的国企大猜想

由于央企集团资产规模比较大，可分拆的板块多，分拆的概率比较高，按照上文对目前分拆预案的共性研究，我们认为中国建筑的全资子公司中建科技、中国交建下属子公司中交疏浚、中冶赛迪下属子公司赛迪热工环保、赛迪装备具有可能性，并符合分拆上市条件。

### 2.1. 中建科技：具有全国领先的装配式一体化技术

中建科技有限公司是中国建筑股份有限公司的全资子公司，是开展绿色、智慧、装配式建筑投资和 REMPC 五位一体绿色建造商，是集科研、设计、加工、建造、运营、服务和投资于一体的科技集团。中建科技集团依托中国建筑品牌、资金、技术以及人才等丰富资源，建立中建具有自主知识产权的技术应用体系和建筑工业化平台。

图 19：中建科技有限公司股权结构图

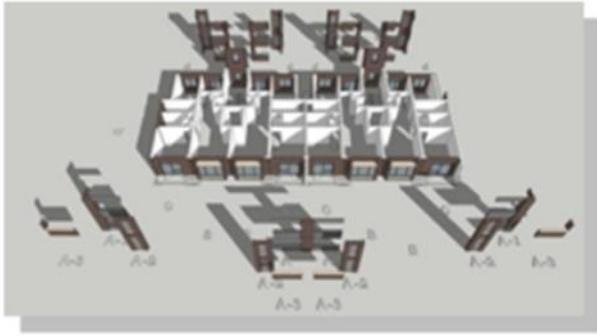


资料来源：wind、天风证券研究所

中建科技自成立以来，以绿色智慧装配式建筑业务为核心，大力发展绿色建筑、装配式建筑、节能建筑、模块化建筑、被动式建筑、新型建筑材料，系统打造集投资、规划、设计、生产、施工、运营、维护于一体的全生命期的绿色产业链，致力于发展成为建筑工业化领域全球最具竞争力的投资建设集团。

图 20：预制装配式剪力墙结构体系

图 21：预制装配式框架



资料来源：公司官网、天风证券研究所



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司拥有中建装配式建筑设计研究院、中建科技绿色建筑生态城研究院、中建科技装配式建筑院士专家工作站、全国集成建造研究中心等科研机构，技术实力强劲，负责主持国家“十三五”绿色建筑与建筑工业化重大专项多个课题，主、参编装配式建筑领域的四大国家技术标准和多个省市技术标准，研发形成《中建科技装配式建筑技术标准》，系统打造了中建特色的绿色智慧装配式建筑产品成套技术。拥有叠合剪刀墙等 75 项专利；装配式建筑预制构件质量追溯系统等 6 项软件著作权。

图 22：工程设计资质证书



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 23：中建科技精品工程-南京一中项目



资料来源：公司官网、天风证券研究所

目前，中建科技已在建筑工业化领域成功实现了国内多个“第一”：全国唯一获取住建部授牌成立“新型建筑工业化集成建造研究中心”；全国第一家拥有装配式建筑设计研究院；全国第一家全面引进德国 PC 工厂综合生产线；全国第一家实施装配式建筑“REMP5 五位一体”工程总承包模式；全国第一家组织实施 PC 装配式被动房项目；全国第一家组织实施装配式 PS 绿色超能低耗被动房项目；全国第一家运用超低能耗被动式技术实施既有建筑节能改造；全国第一家建造超百万平米的装配式建筑社区。

对于证监会发布的上市公司拟分拆子公司 A 股上市应当同时满足 7 项条件，我们对中国建筑拟分拆中建科技上市的可行性逐一进行讨论。我们认为需着重注意中建科技可能和中国建筑国际存在同业竞争的情形。

表 12：中建科技分拆上市可行性

上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定	中建科技
上市公司股票上市已满 3 年	2009 年 7 月 29 日，中国建筑在上海证券交易所 A 股成功上市
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	从财报可知，中国建筑最近 3 个会计年度连续盈利。中建科技有限公司 2015 年才成立，中国建筑 19 年半年报中未披露中建科技近三年财务数据，预计扣除中建科技的净利润后，归属上市公司股东的净利润累计不低于 6 亿元。

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%

中建科技有限公司 2015 年才成立, 中国建筑 19 年半年报中未披露相关财务数据, 预计其规模较小, 净利润、净资产不会超过相关比例。

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

从公告上看, 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;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。普华永道为中国建筑出具的 2018 年审计报告为标准无保留意见的审计报告

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, 以及同期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

近 3 年中国建筑未发行股份、进行重大资产重组。不存在使用募集资金投向的业务和资产作为中建科技的主要业务和资产的情形

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%

中建科技的股东为中国建筑, 不存在中国建筑或中建科技的董事、高级管理人员及其关联方持有中建科技股份的情形。

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

中国建筑国际从事的装配式建筑等业务和中建科技的主营业务有所重合, 可能存在同业竞争的风险。中建科技若想分拆上市, 应进行相关业务整合, 避免产生同业竞争情况。

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

## 2.2. 中交疏浚: 中国疏浚行业的领军企业

中交疏浚(集团)股份有限公司(简称“中交疏浚”)于 2015 年 5 月在中国上海成立, 是全球领先的特大型基础设施综合服务商——中国交通建设股份有限公司(简称“中国交建”)通过对其下属的天津航道局、上海航道局和广州航道局业务整合而设立的专业化子集团, 现为全球规模最大的疏浚公司。

中交疏浚是中国交建旗下最具国际竞争力的业务板块之一, 主要经营疏浚业务、吹填业务、浚前浚后服务、环保海工业务。旗下核心企业——天津航道局、上海航道局和广州航道局均具有悠久历史, 是中国疏浚业的开拓者, 见证了民族疏浚事业的发端与辉煌。新设立的中交海洋建设开发有限公司、中交生态环保投资有限公司、中交舟山千岛中央商务区开发有限公司致力于海洋开发、环境治理、城市综合开发运营等新兴业务。截至目前, 中交疏浚拥有员工 10000 余人, 注册资金 117 亿元, 总资产约 976.67 亿元。

表 13: 中交疏浚三年及一期财务数据

(单位: 亿元)	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2019 年 9 月 30 日
总资产	787.98	860.57	950.39	994.57
总资产增长率	10.02%	6.3%	10.44%	-
净资产	505.88	559.27	622.49	697.00
净资产增长率	11.02%	10.55%	11.31%	-
营业收入	313.86%	345.82	342.28	167.45
营业收入增长率	-6.88%	9.6%	-1.02%	-
净利润	17.31	20.09	12.81	6.01
净利润增长率	-30.48%	13.58%	-36.23%	-

资料来源: wind、天风证券研究所

中交疏浚拥有当今中国最大、最先进的疏浚船队, 船舶总量近 200 艘, 年疏浚能力逾 8 亿

立方米，绞吸挖泥船总装机功率和耙吸挖泥船总舱容目前均居全球首位。其中，“天鲲号”为亚洲最大、中国首艘拥有完全自主知识产权的重型自航绞吸挖泥船，“浚洋 1”为亚洲最先进、国内舱容量最大的耙吸挖泥船，“DCOC-1”为国内首艘自主研发设计建造的深层水泥搅拌船。

图 24：疏浚业务



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 25：海洋业务



资料来源：公司官网、天风证券研究所

中交疏浚以雄厚的实力、精湛的技术和优良的业绩享誉海内外，疏浚吹填业务稳居国内市场份额 75%左右。2017 年以来，中交疏浚进一步响应国家战略，积极参与“一带一路”和“美丽中国”建设。先后实施了众多国家级重点工程以及与疏浚相关的一系列水利、环保疏浚工程，为中国港口与水运事业的蓬勃发展做出了卓越贡献。同时在欧洲、中东、南美、东南亚和非洲国家实施了百余项工程，如俄罗斯圣彼得堡布朗克港港池与航道疏浚工程等，为中国民族疏浚业积聚了广泛盛誉。

图 26：中交疏浚股东

序号	姓名/名称	认购股份数 (股)	认购比例 (%)	出资方式
1	中国交通建设股份有限公司	11,763,672,516	99.9	货币、股权
2	中国路桥工程有限责任公司	11,775,448	0.1	货币

资料来源：公司官网、天风证券研究所

作为中国疏浚行业的领军企业，中交疏浚目前拥有港口与航道工程施工总承包特级资质 3 项，港口与航道工程施工总承包一级资质 8 项，市政公用工程施工总承包一级资质 3 项，水利水电工程施工总承包一级资质 2 项，拥有国家级企业技术中心 2 个，国家工程研究中心 1 个、省部级企业技术中心 4 个、省部级企业重点实验室 1 个、省部级重点实验室 1 个、博士后工作站 2 个，以及各类研发平台 10 个。“十二五”以来，先后荣获国家科技进步奖、国家优质工程奖、中国土木工程詹天佑奖等国家级、省部级科技奖 140 余项，取得国家级、省部级工法 99 项、国家专利和软件著作权 855 项。

中交疏浚的上市之路比较坎坷。早在 2015 年中国交建就有意将中交疏浚拆分至境外上市。2015 年 4 月 28 日中国交建通过《关于中交疏浚（集团）股份有限公司境外上市的议案》，同意中交疏浚在香港联合交易所主板上市的境外上市外资股（H 股）。但是 2015 年 11 月底，中交疏浚推迟了境外上市计划。

图 27：中交疏浚筹备上市之路



资料来源: wind、天风证券研究所

今年6月18日中国交通建设与中交集团及中交疏浚订立股权转让及增资协议。中交集团同意以每股2.47元的购买价收购中交疏浚40%股份。除建议股份转让外,中国交通建设拟在中国的产权交易所通过公开挂牌的方式以每股人民币2.47元的挂牌底价向第三方(中交集团及其附属公司除外)转让不超过中交疏浚经扩大已发行股本的40%。2019年10月30日中国交通建设发布公告称,因有关政策环境发生变化及公司战略调整,经与中交集团及中交疏浚协商一致,决定终止交易。

对于证监会发布的上市公司拟分拆子公司A股上市应当同时满足7项条件,我们也对中国交建拟分拆中交疏浚上市的可行性逐一进行分析。从已公开数据中,我们分析得中交疏浚得财务数据满足分拆上市的条件,以及募集资金、公司股权结构、同业竞争、关联交易等方面均符合相关要求。

表 14: 中交疏浚分拆上市可行性

上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定	中交疏浚
上市公司股票上市已满3年	2006年12月15日,中国交建在香港联合交易所主板挂牌上市交易。2011年中国交建正式在上海证券交易所挂牌上市。
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	符合相关规定。
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%	2018年中交疏浚净利润占上市公司合并报表净利润的6.44%,小于50%;2018年中交疏浚净资产占上市公司合并报表净资产14.55%,小于30%。符合相关规定。
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	从公告上看,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;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。安永华明为中国交建出具的2018年审计报告为标准无保留意见的审计报告
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,以及同期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	中国交建不存在使用最近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作为中建科技的主要业务和资产的情形
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%	中交疏浚的股东为中国交建及中国路桥工程,不存在中国交建或中交疏浚的董事、高级管理人员及其关联方持有中交疏浚股份的情形。

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

我们认为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。

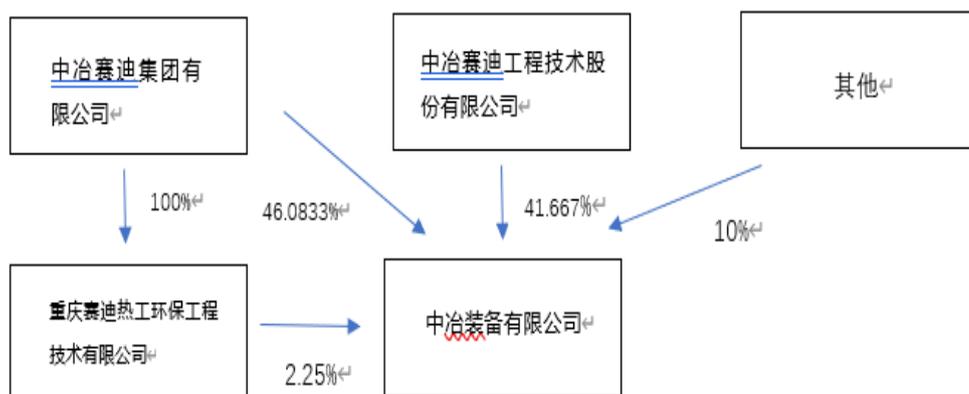
资料来源:公司公告、天风证券研究所

### 2.3. 赛迪热工环保、赛迪装备：有强大的技术研发能力

重庆赛迪热工环保工程技术有限公司和中冶赛迪装备有限公司均为中冶赛迪控股子公司，均有实力及符合分拆上市条件。

赛迪热工环保是国家级热工环保高新技术企业，是集冶金热工、环保热电、固废/废气处理的咨询、设计、设备供货、工程总承包和工程运营管理的专业化公司。具有冶金行业（金属材料工程）专业甲级设计资质，环境污染治理甲级资质，是国家发改委审核备案的节能服务公司。中冶赛迪装备有限公司是中冶赛迪集团旗下集研发、设计、制造、设备成套于一体，为客户提供全生命周期的系统装备解决方案的企业，是中冶赛迪的研发中试基地、核心产品生产基地和机械非标设备集成基地。

图 28：赛迪热工环保、赛迪装备股权结构图



资料来源: wind、天风证券研究所

赛迪热工环保，拥有丰富的冶金行业热工技术和工程经验，可提供各类加热炉及热处理炉的设计、设备供货、工程总承包及能源管理服务。公司拥有先进、环保、高效的燃烧技术及产品，为不同客户量身定制热工解决方案。可提供环保热电（企业自备热电厂、孤岛电厂、资源回收利用电厂《煤气综合利用电厂、余热利用电站/电厂》、燃气-蒸汽联合循环发电）和分布式能源综合解决方案。

赛迪装备则拥有强大的技术研发、产品开发力量和强大的生产制造能力，主要生产工业炉燃烧器、冶金成套设备、液压润滑设备、机电液一体化设备。公司配置了高于行业平均水平 20%的数控设备，包括大、中型各类数控镗床、龙门铣床、立（卧）式车床及大、中型专用加工设备，数控火焰切割设备及焊接设备、质量检测实验设备等，具备年生产装备 25000 吨、产值 10 亿元以上的能力。

图 29：国企贡献奖

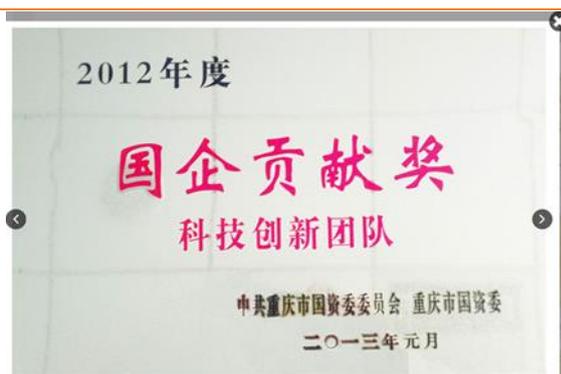


图 30：国资委文明单位



资料来源：公司官网、天风证券研究所

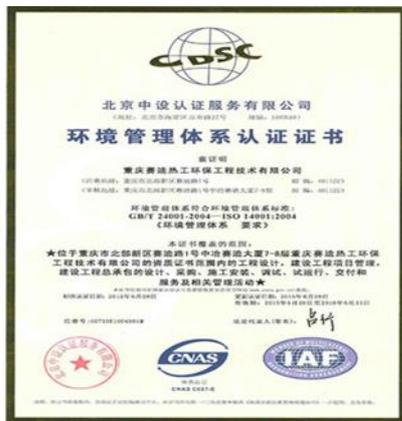
资料来源：公司官网、天风证券研究所

赛迪热工环保，一直致力于解决环境治理及修复问题，可提供工业废气、固废、危废，城市垃圾、污泥、危废等资源化综合利用解决方案。引进了德国、英国及日本等公司的先进技术，为固废/危废处理、土壤修复等提供先进、环保的处理工艺。基于多年的工程设计、建设及管理经验，开拓了工业系统节能市场，可为客户提供降低工序能耗，提高生产效率的定制化服务，更可从系统角度提供全流程的综合解决方案。

赛迪装备则始终专注核心技术，追求专精特新，积极配合中冶赛迪科研技术人员开展科研开发项目的研制、生产和集成测试任务，同时强化核心设备制造能力，不断提升工艺制造水平。中冶赛迪自主研发的首座“转炉煤气环缝洗涤净化装置”，在赛迪装备完成样机试制之后，于2008年6月在韶钢三炼钢3号转炉正式投入使用并初获成功，煤气回收的一氧化碳浓度可达到60%以上。

图 31：环境管理体系认证正数

图 32：高新技术企业证书



资料来源：公司官网、天风证券研究所

资料来源：公司官网、天风证券研究所

赛迪热工环保组建有专业的研发团队，均为研究生及以上学历，长期与清华、重大等著名科研院所开展技术人才交流和研发合作，荣获“重庆市科技创新团队”等荣誉称号。研发团队先后承担了“国家科技支撑计划项目”、“国家重点研发计划项目”等多个科研课题，并获得多个重要奖项；赛迪装备投入大量精力挖掘人才，不断拓展引进人才渠道。赛迪装备顺利完成中冶赛迪自主开发、自主集成、具有自主知识产权的两片式板坯连铸结晶器液压振动装置的集成测试，这一成功极大地提升了中冶赛迪在连铸方面的核心竞争力。

图 33：科研团队

图 34：热工实验室



资料来源：公司官网、天风证券研究所

资料来源：公司官网、天风证券研究所

对于证监会发布的上市公司拟分拆子公司 A 股上市应当同时满足 7 项条件，对于证监会发布的上市公司拟分拆子公司 A 股上市应当同时满足 7 项条件，本文也对中国中冶拟分拆中冶赛迪或赛迪装备上市的可行性逐一进行说明。从已公开数据中，我们分析得赛迪热工环保或赛迪装备的财务数据满足分拆上市的条件，但是否和其他装备板块存在同业竞争还需

要研究。

表 15：赛迪热工环保、赛迪装备分拆上市可行性

上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定	赛迪热工环保、赛迪装备
上市公司股票上市已满 3 年	2009 年 9 月，中国中冶 A+H 成功上市
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	中国中冶 2018 年实现净利润 75.71 亿元，中国中冶 2017 年实现净利润 67.12 亿元，中国中冶 2016 年实现净利润 59.70 亿元，符合“上市公司最近 3 个会计年度连续盈利”。中国中冶 19 年半年报中未披露赛迪热工环保、赛迪装备近 3 年财务数据，预计扣除赛迪热工环保或赛迪装备的净利润后，归属上市公司股东的净利润累计不低于 6 亿元。
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%	中国中冶 2018 年归属于公司股东的净资产约为 1026.7 亿元；中国中冶 2018 年实现净利润 75.71 亿元。中国中冶 19 年半年报中未披露赛迪热工环保财务数据，预计其净利润、净资产不会超过相关比例。
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场所的公开谴责。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	从公告上看，中国中冶不存在资金、资产被控股股东、实际控制人及其关联方占用的情形，不存在其他损害公司利益的重大关联交易。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；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场所的公开谴责。
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，以及同期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	中国中冶不存在使用最近 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作为赛迪热工环保或赛迪装备的主要业务和资产的情形
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%	赛迪热工环保的股东为中冶赛迪，不存在中冶赛迪或赛迪热工环保的董事、高级管理人员及其关联方持有赛迪热工环保股份的情形。 赛迪装备的股东为中冶赛迪、中冶赛迪工程技术、四川川润、赛迪热工环保、重庆齿轮箱，不存在中冶赛迪或赛迪装备的董事、高级管理人员及其关联方持有赛迪热工环保股份的情形。
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、证券交易场所关于同业竞争、关联交易的要求	中国中冶的装备制造板块的业务范围主要包括冶金设备及其零部件、钢结构及其他金属制品，板块下多个子公司和赛迪热工环保、赛迪装备的主营业务可能有所重合，可能存在同业竞争的风险。赛迪热工环保、赛迪装备若想分拆上市，应进行相关业务整合，避免产生同业竞争情况。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. 风险提示

分拆上市是否能够获得核准及相关核准实际尚存在较大不确定性，疫情使行业基本面出现恶化。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com