

分拆上市，影响几何？

——《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》征求意见稿点评

策略点评

◆ **分拆上市在 A 股市场已有先例**，证监会 2004 年发布《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》、2010 年召开“创业板发行监管业务情况沟通会”，分别允许上市公司分拆子公司到境外和创业板上市。**但为避免利益输送、违规关联交易、大股东套现、母公司“空心化”、中小股东利益受损等问题，过去监管一直对分拆上市谨慎把控**，有分拆上市需求的企业基本都把目标设定在香港、海外或新三板市场，子公司成功借助 A 股市场实现融资的案例屈指可数，且大多在大股东转让股份失去实际控制权后才得以实现。完善分拆上市制度是推动资本市场改革、实现“资本市场提高服务实体经济能力”的举措。

◆ 8 月 23 日《意见稿》明确了 A 股分拆上市的定义、条件、流程和监管：**1) 提出 7 点分拆上市条件，防范上市公司违规行为**，如通过“股票上市满 3 年”、“近 3 个会计年度连续盈利，剔除子公司因素后归母净利润累计不低于 10 亿元”等，保证母公司盈利及资产规模满足上市要求，通过限制母子公司管理层持股比例，避免利益输送、关联交易，上市公司还应声明与逆分拆子公司之间独立性强，无同业竞争；**2) 严格信息披露，规范决策程序**，上市公司发起分拆上市需要严格遵循董事会决议、股东大会审议表决、财务顾问核查督导等流程；**3) 加强监管力度**，分拆上市应遵守 IPO 和重大资产重组规定，《意见稿》发布后不久，证监会即披露《科创板上市公司重大资产重组特别规定》，为拆分子公司登陆科创板提供配套政策参考。

◆ 分拆上市有助于子公司拓宽融资渠道，同时降低信息不对称性，令市场充分认识子公司的经营情况和成长力。子公司管理者实现向股东的角色转换，经营积极性有望提高。

◆ **母公司分拆上市的动力可能来自改善盈利质量**：1) 子公司获得融资支持，有助于缓解母公司融资负担、提高偿债能力，例如 2014 年用友网络分拆畅捷通到香港上市，公司资产负债率由 2014 年的 53.5% 降至 49.6%，2016 年继续下降 5 个百分点；2) 母公司进一步聚焦主业，专业化运营提升经营效率；3) 具备技术壁垒与高成长性的资产在资本市场获得有效定价，有助于改善母公司的投资收益。

◆ 作为新尝试，分拆上市对上市公司信息披露和严格监管都提出更高要求，早在 1933 年，美国《证券交易法》就规定了分拆上市证券登记规则，数十年实践推动配套法规逐步完善。

◆ 学术研究表明，对海外市场来说，分拆上市可以显著改善母公司盈利，宣告分拆日前后，母公司股价有望获得正向超额收益；**但从过去有限的 A 股分拆经验看，母公司股价对宣告分拆事件的反应没有明显规律。**

◆ **风险提示**：国内经济增速超预期下滑；海外市场大幅波动。

分析师

谢超（执业证书编号：S0930517100001）
010-56513031
xiechao@ebsecn.com

陈治中（执业证书编号：S0930515070002）
0755-23946159
chenzhz@ebsecn.com

李瑾（执业证书编号：S0930518100001）
010-56513142
lijin@ebsecn.com

联系人

黄亚铷
021-52523815
huangyr@ebsecn.com

黄凯松
021-52523813
huangkaisong@ebsecn.com

分拆上市，指上市公司将部分业务或资产，以直接或间接控制子公司的形式，在境内证券市场实现 IPO 或重组上市。

分拆上市在 A 股市场已有先例，证监会 2004 年发布《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》、2010 年召开“创业板发行监管业务情况沟通会”，分别允许上市公司分拆子公司到境外和创业板上市。但为避免利益输送、违规关联交易、大股东套现、母公司“空心化”、中小股东利益受损等问题，过去监管一直对分拆上市谨慎把控，有分拆上市需求的企业基本都把目标设定在香港、海外或新三板市场，子公司成功借助 A 股市场实现融资的案例屈指可数，且大多在大股东转让股份失去实际控制权后才得以实现。

8 月 23 日，证监会正式就《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》公开征求意见（以下简称《意见稿》），子公司上市范围除了市场普遍预期的科创板，也包括主板、中小板和创业板，上市方式可以是 IPO 或重组。完善分拆上市制度是推动资本市场改革、实现“资本市场提高服务实体经济能力”的举措，在以美国为代表的成熟市场，分拆上市被视为企业扩张的重要方式，监管和交易所整体持鼓励态度，并对信息披露给予高度重视。

8 月 23 日《意见稿》明确了 A 股分拆上市的定义、条件、流程和监管：**1) 提出 7 点分拆上市条件，防范上市公司违规行为**，如通过“股票上市满 3 年”、“近 3 个会计年度连续盈利，剔除子公司因素后归母净利润累计不低于 10 亿元”等，保证母公司盈利及资产规模满足上市要求，通过限制母子公司管理层持股比例，避免利益输送、关联交易，但对控制权未作限制，上市公司还应声明与逆分拆子公司之间独立性强，无同业竞争；**2) 严格信息披露，规范决策程序**，上市公司发起分拆上市需要严格遵循董事会决议、股东大会审议表决、财务顾问核查督导等流程；**3) 加强监管力度**，分拆上市应遵守 IPO 和重大资产重组规定，《意见稿》发布后不久，证监会即披露《科创板上市公司重大资产重组特别规定》，为拆分子公司登陆科创板提供配套政策参考。

表 1：分拆上市需满足 7 个条件

条件	具体规定
上市年限	上市公司股票上市已满 3 年。
盈利能力	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）。
拆分子公司规模不能过高	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%。
上市公司合规	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。
重组资产满 3 年可拆分	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。
限制持股比例	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%。
保证独立性	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：《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）》，光大证券研究所

分拆上市有助于子公司拓宽融资渠道，同时降低信息不对称性，令市场充分认识子公司的经营情况和成长力。子公司管理者实现向股东的角色转换，经营积极性有望提高。

母公司分拆上市的动力可能来自改善盈利质量：1) 子公司获得融资支持，有助于缓解母公司融资负担、提高偿债能力，例如2014年用友网络分拆畅捷通到香港上市，公司资产负债率由2014年的53.5%降至49.6%，2016年继续下降5个百分点；2) 母公司进一步聚焦主业，专业化运营提升经营效率；3) 具备技术壁垒与高成长性的资产在资本市场获得有效定价，有助于改善母公司的投资收益。

作为新尝试，分拆上市对上市公司信息披露和严格监管都提出了更高要求。早在1933年，美国《证券交易法》就设定了分拆上市证券登记规则，数十年实践推动配套法规逐步完善。

学术研究表明，对海外市场来说，分拆上市可以显著改善母公司盈利，宣告分拆日前后，母公司股价有望获得正向超额收益¹；但从过去有限的A股分拆经验看，母公司股价对宣告分拆事件的反应没有明显规律。

表2：A股上市公司宣告分拆后股价表现

母公司	子公司	分拆上市宣告日 T	区间股价涨跌幅 (%)					
			[T,T+1]	[T,T+2]	[T,T+5]	[T,T+10]	[T,T+30]	[T,T+120]
轻纺城	会稽山	2006/12/13	--	--	--	18.65	69.94	191.04
渝三峡 A	北陆药业	2009/8/4	3.67	3.79	-3.14	-19.60	-5.86	2.43
中兴通讯	国民技术	2009/8/3	-1.64	-3.05	4.74	-6.00	12.45	27.09
振华重工	华伍股份	2009/8/26	-1.18	-5.08	-12.25	-1.09	-6.99	-17.60
南玻 A	金刚玻璃	2009/8/31	-8.40	-5.24	0.81	6.85	10.55	38.31
洪都航空	中航电测	2009/11/16	5.61	5.31	23.48	28.03	11.84	9.46
德美化工	奥克股份	2010/3/29	-0.22	0.99	4.32	2.07	-16.78	-4.75
康恩贝	佐力药业	2010/12/14	-2.22	-1.29	-6.62	-13.82	-22.00	27.31

资料来源：wind，光大证券研究所

¹ K Schipper, A Smith. 1986. A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring. Journal of Financial Economics; Berger P, Ofek E. 1995. Diversification's Effect on Firm Value. Journal of Financial Economics; Vijh A. 1999. Long-term Returns from Equity Carveouts. Journal of Financial Economics; Comment R, Jarrell G. 1995. Corporate Focus and Stock Returns. Journal of Financial Economics

风险提示：国内经济增速超预期下滑；海外市场大幅波动。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10537

