

2019年12月15日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

分拆上市新规填补 A 股制度空白

——上市公司子公司分拆上市新规点评

相关报告

《中央经济工作会议点评：高质量发展优先于高速度增长》——2019-12-13

《政治局会议点评：对 2020 年经济政策的一些指引》——2019-12-08

《11 月贸易数据点评：进出口增速趋势符合预期》——2019-12-08

《11 月 PMI 数据点评：四季度经济阶段性企稳的判断得到验证》——2019-12-01

《国家统计局修订 2018 年 GDP 数据点评：或能稍微缓解 2020 年“稳增长”压力》——2019-11-24

事件：

12 月 13 日证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（以下简称《若干规定》）。《若干规定》在财务、内控、信息披露等方面指明了 A 股上市公司境内分拆上市的七条硬指标，填补了制度空白，我们认为这是资本市场深化改革的一大突破：为上市公司的重塑业务、鼓励创新，资本市场的优化提供了新渠道，但同时也对监管提出了更高要求。拥有独立优质业务（资产）子公司的孵化器型公司、一些混业经营的上市公司都有望受益。

投资要点：

■ **何为分拆上市？**《若干规定》所定义的“分拆上市”，是指已在境内上市的公司将其一部分资产或业务以子公司（直接或间接控制）的形式进行 IPO 或重组上市。证监会曾在 2004 对境内上市公司于境外分拆上市出台规定、在 2010 年对在创业板拆分上市提出指导意见，并于今年的《科创板上市公司持续监管办法》中明确了境内企业在科创板分拆上市的可行性——但出于对其中内幕交易等非法活动的监管，官方对境内拆分上市的审批始终维持“不支持”的态度与高压从严态势。因此历史上虽屡次出现 A 股上市公司子公司境外分拆上市、境外上市公司分拆 A 股上市，但至今几乎没有 A 股内部分拆上市的案例。

■ **为何分拆上市？**一方面，大型上市公司中的创新业务“独立”成为子公司后，原先熟悉相关业务的管理者对子公司发展便有了更多主导权，有利于新企业在创新活动抓住机遇；另一方面，分拆上市后，子公司从原上市公司独立出来的股权不仅给新投资者提供了更“舒适”的退出路径，吸引着 PE/VC 以 MBO 等形式为创新业务提供必要的战略投资，还便于子公司实施自主的员工股权激励政策，助推业务的长远发展。此外，从另一个角度看分拆上市也消除了上市公司对所分拆资产（业务）的财务负担。

■ **《若干规定》监管上意义何在？**

《若干规定》中的前三条是保证被分拆的公司必须上市满 3 年、最近 3 个会计年度持续盈利且净利润（扣除拟拆分子公司对应部分）不少于 6 亿元、最近 1 个会计年度拟拆分子公司所得净利、净资

产分别不得超过公司总净利、净资产的 50%、30%。这一系列规定主要起到了防止上市企业通过拆分核心资产“掏空”自身金蝉脱壳，从而达到摆脱不良业绩、转移利润、逃避债务的目的。值得注意的是相比今年 8 月推出的关于《若干规定》的征求意见稿（以下简称“征求意见稿”），净利门槛从 10 亿下调为 6 亿，我们认为这一绝对数值的下降可能是监管部门出于满足中小企业分拆上市需求的考虑。

第四条规定上市公司控股股东、实际控制人及其关联方的要求，规定其不得占用公司资产资金、不得有有损公司利益的重大关联交易、在一定时间内未收到证监会的处罚与证交所的谴责，以及最近一年财务报表必须为无保留意见。我们认为本条主要是对分拆上市中关键人物在公司内控、操守方面的“历史审查”，杜绝有违规“前科”的大股东、实控人及其关联方在分拆上市中实施内幕交易、散布虚假信息违规套利的行为。

第五条规定了上市公司最近三个会计年度内发股募资所投向的业务、资产中少量使用募得资金的，可作为子公司分拆（征求意见稿中，只要使用无论多少一律不得分拆）。这是为了避免同一项资产或业务（如果被分拆即为子公司）短期内被二次融资，防止过度证券化带来的风险，但由于考虑到实际中募得资金投向十分零散，各种资产项目多多少少均会涉及，因此相比征求意见稿中添加了“少量”的例外情形。

第六条规定了上市公司董监高及关联方持拟分拆子公司股本比例不高于 10%，拟拆分子公司董监高及关联方持股比例不得超过 30%。相比征求意见稿，《若干规定》中对拟拆分子公司高管持股的限制由 10%放宽至 30%，我们认为这有助于鼓励子公司施行股权激励。

第七条是对信息披露的要求，尤其强调了分拆行为必须是上市公司出于“突出主业、增强独立性”的选择。

除此之外，证监会也将对分拆上市中虚假信息披露、内幕交易、操纵市场，尤其是利用分拆上市进行概念炒作、忽悠式分拆等违法违规行为加大打击力度，对金融中介机构，尤其是财务顾问的职责作了细化规定。

- 《若干规定》有何影响？相比历史上任何一次对拆分上市做出的规定，《若干规定》所涉及的范围更大且更贴近国内上市公司的需求（A 股公司子公司可在本地分拆上市，不论主板、创业板、科创板）；加之相比征求意见稿，落地的规定更加宽松，无疑向市场传递出了积极信号。我们认为《若干规定》的出台如果能伴随监管部门审查放宽乃至态度的转向，则有望引领境内上市公司 A 股拆分上市实现破冰，甚至成为潮流——在这种情况下，有迫切分拆上市需求的潜在创投型企业、孵化器型企业、以及一些混业经营的上市公司可能

受益。券商也有望受益于 IPO、重组业务收入的增加。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

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_8357

