清科观察：中概股回归成果初显，市值飙涨的背后是如履薄冰的勇谋

清科研究中心 2016-03-15 吴蒙

2016 年 3 月 2 日，巨人网络借壳世纪游轮获证监会“有条件通过”，意味着巨人网络借壳已无实质障碍，将成为继分众传媒借壳七喜控股后第二个成功通过借壳登陆 A 股的中概股。同一天，在美国上市的智联招聘宣布，已聘请财务咨询服务机构道衡为独立财务顾问、Fenwick& West LLP 律师事务所为美国法律顾问，帮助董事会下属的独立特别委员会评估公司之前接到的私有化提议。

受益于中概股回归借壳，七喜控股、世纪游轮分别连续拉出 7 个和 20 个涨停板，借壳所引起的暴富效应极大唤起了中概股回归的激情。目前正在进行私有化的还有奇虎 360、聚美优品、世纪互联、艺龙、酷 6 传媒等多家中概股。

清科研究中心近日发布《2016 年中概股回归投资机会研究报告》，对中概股回归的政策以及市场环境进行了梳理，并对中概股回归的路径和策略选择给予了全面分析，深入挖掘中概股背后的投资价值和逻辑，以供广大欲回归的企业和投资者借鉴参考。

政策东风+发行审核提速助力中概股回归

2015 年中国资本市场改革进入深水区，围绕 A 股的注册制、战略新兴板均被提上日程，新三板市场也迎来分层制度的重大利好，我国多层次资本市场正在逐步形成。在此背景下，去年宣布收到私有化要约的中概股企业数量达到历史之最。在刚刚过去的两会上，证监会主席刘士余又针对注册制、中证金、深港通等问题明确了今年资本市场的改革方向，为今年中概股回归潮奠定了良好的政策环境。

尽管注册制并未出现在今年的政府工作报告中，但从新股发行的节奏来看，市场已经在悄然开始向注册制模式过渡。数据显示，截至 3 月 9 日，证监会发审委 2016 年共计审核 46 家企业，剔除春节长假和元旦因素，2016 年共有 47 个工作日，意味着证监会对 IPO 申请企业的审核速度已高达每日一家。此外，IPO 审核的另一变化是发审委问询的问题相比之前更加细化、更加全面。种种迹象表明监管层正在尝试包容性审核，通过提高审核效率，降低企业排队时间和成本，同时强化 IPO 信息披露，淡化公司投资价值审核。逐步向注册制靠拢，无疑对提升中概股回归的效率大有裨益。

表1　2015年促使中概股企业回归的政策及消息

发布时间及发布者	政策/消息名称	主要内容
2015.1.19 商务部	《中华人民共和国外国投资法（草案征求意见稿）》	对外国投资者的定义中采取“实际控制”标准，即实际控制人的国籍决定企业是否为外资企业，继而认定是否为外国投资者
2015.5.19 上交所	战略新兴板建设方案首度亮相	定位新兴和创新企业；实行差异化上市条件和制度

2015.6.11 国务院	《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》	推动特殊股权结构类创业企业在境内上市；推动在上海证券交易所建立战略新兴板
2015.6.19 工信部	《工业和信息化部关于放开在线数据处理与交易处理业务（经营类电子商务）外资股比限制的通告》（196 号文）	在全国范围内放开在线数据处理与交易处理业务（经营类电子商务）的外资股比限制，外资持股比例可至 100%
2015.11.24 全国股转公司	《全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）》	三套分层方案并行，初步将新三板挂牌企业分为基础层和创新层
2015.12.27 全国人大常委会	审议通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用有关规定的决定（草案）》	标志着推进股票发行注册制改革具有了明确的法律依据
2015.12.31 证监会	完善新股发行制度相关规则	《证券发行与承销管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》、《关于首发及再融资、重大资产重组摊薄即期回报有关事项的指导意见》经完善后正式发布，于 2016 年 1 月 1 日起施行

资料来源：根据公开资料整理 www.pedata.cn

回归路径各有利弊，战略时间资金因素需统筹考量

目前回归主要有两种路径：独立上市和借壳上市。根据回归市场的不同，又可细分为独立 IPO 在 A 股上市、独立挂牌新三板、借壳 A 股上市公司、借壳新三板已挂牌企业四种方式。今年，中概股回归 A 股的选择还有望新增一个战略新兴板。

其中独立 IPO 所需要的时间最长、要求最高，且申办程序较为严格、复杂，但其优点是股权结构清晰、独立上市，并可以一步到位地回归 A 股。由于股市震荡 IPO 可能会面临关闭，故这种方法比较适合成立运作时间较长、历史沿革明晰、具有雄厚资金实力、且并不急于在较短时间内回归 A 股的大型中概股公司。

与 IPO 相比，新三板挂牌门槛较低、挂牌所需流程和时间也更短，对于尚不具备直接 IPO 和借壳上市条件的公司而言，可以考虑先挂牌新三板，未来再期待转板机制等更多利好政策。比较适合成立运作时间较短、盈利能力欠佳的中小型中概股企业，尤其是互联网行业的中概股企业。

借壳 A 股上市公司的管理较为宽松，且上市时间较短，但需要对收购企业的资产和人员进行重整，能否成功的并购重组会面临一定的风险，且由于壳公司费用一般十分高昂，也会给企业造成较大的资金压力。总体来说，借壳上市比较适合具备较强的资金实力、盈利能力、期望在较短时间内回归 A 股的企业。

由于新三板目前的交易活跃度与 A 股还存在较大差距，故对于流动性要求不太高、希望迅速回归境内资本市场并且能在新三板市场找到业务协同效应较好标的的中概股企业而言，借壳新三板是不错的选择，之所以不选择直接挂牌新三板，是因为此种方式能够同时帮助企业登陆境内资本市场和整合产业链资源，形成 1+1>2 的效果，如世纪佳缘和百合网的

并购。

分众巨人成功上岸，背后投资人硕果累累

由于目前尚未有成功在海外退市并在境内完成独立 IPO 再上市的案例，故我们选取两家成功借壳上市的中概股企业—分众传媒和巨人网络来进行分析，以求在某种程度上体现中概股回归的内在逻辑及投资价值。

按照重组方案重组后的公司总股本来计算，相比于在美股退市时的市值，回到 A 股的分众传媒和巨人网络市值都出现了较大幅度的上升，截至 2015 年年底，分众传媒市值增长近 11 倍，而巨人网络市值也增长了 6 倍左右。

以分众传媒背后的投资方复星为例，分众传媒通过借壳七喜控股上市完成后、配套融资实施前，复星通过其全资子公司 Glossy City (HK) Limited 持有上市公司全部已发行股份的 8.09%，约 3.33 亿股，成为七喜控股第三大股东。按照 2015 年 12 月 31 日重组后上市公司的收盘价 42.55 元/股计算，复星目前持有的七喜控股股份对应市值约为 141.69 亿元。而复星之前认购七喜控股股票的成本为 34.83 亿元，短期内回报达 4 倍多。

表2　分众传媒和巨人网络借壳上市前后市值对比

		分众传媒	巨人网络
海外退市	私有化要约	2012/8/13	2013/11/25
	完成私有化退市	2013/5/23	2014/7/14
	私有化过程	283 天	231 天
	退市市值	约合人民币 165 亿元	约合人民币 180 亿元
国内借壳	借壳公司	七喜控股	世纪游轮
	确定借壳公司日期	2015/8/31	2015/10/8
	退市至借壳	830 天	473 天
	借壳作价	457 亿元	131 亿元
	2015.12.31 市值	1751 亿元	1097 亿元
市值变化		约 11 倍	约 6 倍

资料来源：根据公开资料整理　　www.pedata.cn

磨刀不误砍柴工，回归之路仍值得深思

尽管目前中概股回归势头正猛，已经回归的企业也获得了较好的估值回报，但对于尚未回归的中概股企业仍存在以下问题值得思考：

一、回归流程复杂且耗时，同时伴随较高的金钱成本。在现有法律框架下，中概股回归要完成私有化过程，需要经历在美退市、解除 VIE 架构、借壳或 IPO 重返 A 股，这期间需经历很多的不确定性，在拆除 VIE 架构时如何平衡新老股东之间的利益，同时又保证企业的发展方向不受到影响也是个棘手的问题。而在拆除 VIE 架构后，还得按中国资本市场监

管规则重新架构，无论是选择直接 IPO 上市还是借壳，都需作好耐心等待的准备。此外，私有化和拆解 VIE 带给企业的金钱成本不容小觑，尤其在股权交易、外资注销的时候，企业面临高达 20%的税务成本。

二、中概股回归后市值大涨得益于国内目前的市盈率远高于境外，但随着 2016 年资本市场发行提速，供给侧有望得到明显改善，优质企业尤其是互联网优质企业的稀缺性会下降，使得股市整体市盈率下降，从而影响中概股企业回归后的估值。从长远来看，中概股回归仍是大势所趋，但阶段性风险也不容忽视，更不能盲目乐观。

三、仍以两家成功借壳回归的中概股企业为例，分众传媒和巨人网络在完成境外退市之后，都经历了一年多的时间才敲定借壳上市，尤其分众传媒前后还经历了两次借壳，时间成本极难把握。尽管暴风科技回国登陆创业板后拉出了三十余个涨停让一众中概股羡煞不已，但此成功案例几乎不可能复制，近半年国内资本市场跌宕起伏的大环境使得上市地点的选择更加困难。

四、对于欲回归的企业而言，把握好发行节奏也能避免浪费不必要的时间和金钱。目前不仅是中概股企业回归热情高涨，体量大得多的境外 VIE 架构企业也纷纷加入了回归阵营，而据不完全统计这样的 VIE 架构企业可能达上千家，回归体量十分惊人。目前几乎所有的券商都已是满负荷运转，对于希望尽早上市的企业而言，提前锁定券商等中介机构也是必要的工作之一。

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_15198