

清科观察：A 股暴跌 IPO 停摆还让 VIE 拆不拆，What r u 弄啥咧！

清科研究中心 2015-07-07 吴蒙

2015 年上半年中国企业上市 220 家，其中在境内上市 187 家，境外上市仅 33 家，境内市场囊括大半江山。在境内资本市场倍受青睐的背后，是 2015 年上半年 A 股指数涨幅达三成以上的牛市盛宴，于是海外的中概股们也纷纷摩拳擦掌准备回国，2015 年上半年已累计收到 22 家公司的私有化要约。然而，就在大家忙着研究拆 VIE 时，剧情出现反转，A 股连续三周遭遇罕见暴跌，给中概股的回归蒙上了一层阴影。

据清科研究中心旗下私募通数据不完全统计，采用 VIE 架构的中国企业共有约 4000 家，实际估计市场上 VIE 架构企业已万余家，其中已完成海外上市的近 500 家，此轮 A 股暴跌及后续政府救市行动对中概股回归的潜在影响范围十分之广，估值受到影响、未来上市风险不定以及 IPO 停摆等不利因素都需要中概股公司重新慎重考虑回归之事。但有危就有机，经历过此番深度调整的 A 股市场相比过去能够更加健康地运行，对欲回归的企业无疑是好事，同时伴随着人民币基金的不断壮大和国内资本市场的不断完善，拆解 VIE 架构回到境内资本市场仍是未来的大势所趋。

清科研究中心特此针对 VIE 架构中国企业回归的市场环境变化，推出《2015 年中国 VIE 架构企业回归 A 股专题研究报告》，探索回归之路的机遇和挑战，以供广大读者参考。

暴跌之前，政策、市场两大原因吸引中概股回归 A 股

促使中概股回归的第一重理由：国内监管环境的变化和国内利好政策的接连出台。

今年年初发布的新《外国投资法》提案将国外实际控制主体纳入了监管范围，使得已利用 VIE 架构海外上市的企业风险大增，而未上市的企业对 VIE 架构不得不更加慎重对待。

利好政策近期主要体现在注册制的即将落地和 196 号文的颁布。在注册制下，监管机构对拟上市公司不再进行实质性审核，即取消股票发行的持续盈利条件，意味着上市门槛大幅降低，这对于过去因无法达到 A 股上市条件转而境外上市的国内互联网企业无疑是重大利好。6 月 19 日工信部发布的 196 号文宣布在全国范围内放开经营类电子商务（在线数据处理与交易处理业务）外资股比限制，外资持股比例可至 100%，这给聚美优品、唯品会等电商类中概股保留 VIE 架构直接回归 A 股打开了方便之门。

促使中概股回归的第二重理由也是最直接的理由：今年上半年演绎的 A 股牛市盛宴。

从去年底到今年中国资本市场的深入改革带动了政策红利的持续释放，使得 A 股在上半年的涨幅高达 30% 以上，境内上市企业的市值也整体上了一个大台阶。暴风科技在今年 3 月 24 日回归 A 股后先后经历了 36 个涨停，于 6 月 10 日停牌前市值已暴涨至 369 亿元、市盈率高达 706.4 倍的 A 股神话让海外的中概股们艳羡不已。

据统计，截至 2015 年上半年，A 股主板、中小板和创业板的平均市盈率分别为 16 倍、45 倍和 68 倍，而香港主板、纳斯达克和纽交所的平均市盈率分别为 11 倍、16 倍和 16 倍。多家海外上市的互联网企业均表示过自身价值被低估，一方面是由于国内外悬殊较大的市盈率，另一方面也是因为国内企业的商业模式并不能够被境外投资者所理解。这就使得企业从长远考虑来看还是应当回归彼此更加熟悉的国内市场。

中概股回归热度为近三年最高，暴跌或再次阻断其回归之路

过去三年每一年私有化的中概股均不超过 5 家，而今年仅上半年就达到 22 家，其中 6 月份更是出现了井喷之势，有多达 15 家公司收到私有化要约，可见今年回归情绪高涨。

表 1. 2015 年以来收到私有化要约的企业名单

企业名称	收到私有化要约时间	私有化进度	上市时间
空中网	2015 年 6 月 29 日	进行中	2004 年 11 月 5 日
陌陌	2015 年 6 月 23 日	进行中	2014 年 12 月 12 日
中星微电子	2015 年 6 月 22 日	进行中	2005 年 11 月 15 日
中国信息技术公司	2015 年 6 月 22 日	进行中	2008 年 9 月 15 日
航美传媒	2015 年 6 月 19 日	进行中	2007 年 11 月 7 日
奇虎 360	2015 年 6 月 17 日	进行中	2011 年 3 月 30 日
乐逗游戏	2015 年 6 月 15 日	进行中	2014 年 8 月 7 日
如家	2015 年 6 月 12 日	进行中	2006 年 10 月 26 日
博纳影业	2015 年 6 月 12 日	进行中	2010 年 12 月 9 日
世纪互联	2015 年 6 月 10 日	进行中	2011 年 4 月 21 日
人人公司	2015 年 6 月 10 日	进行中	2011 年 5 月 4 日
易居中国	2015 年 6 月 9 日	进行中	2007 年 8 月 8 日
晶澳太阳能	2015 年 6 月 6 日	进行中	2007 年 2 月 7 日
迈瑞医疗	2015 年 6 月 4 日	进行中	2006 年 9 月 26 日
淘米	2015 年 6 月 1 日	进行中	2011 年 6 月 9 日
世纪佳缘	2015 年 5 月 30 日	进行中	2011 年 5 月 11 日
中手游	2015 年 5 月 18 日	已达成协议	2012 年 9 月 25 日
药明康德	2015 年 4 月 30 日	进行中	2007 年 8 月 9 日
中国脐带血库	2015 年 4 月 27 日	进行中	2009 年 11 月 19 日
学大教育	2015 年 4 月 20 日	进行中	2010 年 11 月 2 日
久邦数码	2015 年 4 月 13 日	已达成协议	2013 年 11 月 23 日
完美世界	2015 年 1 月 2 日	已达成协议	2007 年 7 月 26 日

资料来源：根据公开资料整理

www.pedata.cn

同样是在今年6月，A股遭遇史上罕见滑铁卢，从6月12日触及5178.19高点后直泄将近1400点，其中6月26日沪指暴跌7.4%创7年来最大单日跌幅。针对A股暴跌政府随后接连出台一系列救市措施，包括6月27日央行宣布降息降准、7月1日证监会发布《融资融券业务管理办法》拓宽券商融资渠道、7月1日沪深交易所降低A股交易结算相关收费标准、7月3日证监会宣布中国证券金融公司将大幅增资扩股注册资本由240亿元增至1000亿元、7月3日证监会宣布相应减少IPO发行家数和筹资金额、7月4日21家券商发布联合公告以合计不低于1200亿元投向蓝筹股ETF等等。但截至2015年7月6日收盘，沪指收于3775.91点，较前一天上涨2.4%，较6月12日5178.19高点仍下跌了27.1%，A股颓势并未得到扭转。

据清科研究中心统计，采用VIE架构的中国企业共有约4000家，其中已上市的近500家。此次A股的剧烈震荡及政府采取的救市举措将对中概股及采用VIE架构的未上市企业回归产生较大影响。

首先，A股市值大幅缩水，境内上市企业股价一泻千里，即便政府表现出救市的坚定决心，但A股颓势未改，意味着中概股公司为私有化、拆解VIE架构和再次回到境内上市付出大量的时间和金钱成本，回到国内后很可能得不到预期的估值，结果得不偿失。而对于未上市的VIE企业而言，境内资本市场的欠佳表现可能使得投资人重新考虑其他退出渠道。

其次，此次A股的剧烈震荡再次揭示了国内资本市场尚不健全和存在的风险，给欲回归的中概股和未上市企业造成极大的不确定性。被称为“中概股成功回归A股第一股”的分众传媒在借壳宏达新材过程中估值曾一度从退市的37亿美元上涨至457亿美元，但6月17日证监会对宏达新材董事长的一纸调查让分众传媒的回归之路再次变得扑朔迷离。值得注意的是，陷入了延迟上市乃至换壳上市风险中的分众传媒筹谋私有化从2012年开始到2013年5月完成，迄今已经过去两年之久，可见回归之路充满了困难和变数。

最后，IPO注册制、战略新兴板等政策利好一度是不少中概股公司决心私有化和未上市VIE企业决心回国的最大定心丸，但为了应对近期的股市风险证监会于7月3日宣布相应减少IPO发行家数和筹资金额，即回归A股的大门已经暂时宣告关闭。有统计数据显示，这是证监会史上第九次暂停IPO，这对于今年以来多家已经宣布启动私有化的中概股公司而言无疑是个沉重打击，特别是那些因为上一波IPO暂停而不得不选择海外上市，如今刚准备回来又再度遭遇IPO暂停的中概股公司。

从危机中看到机遇，中概股回归仍是未来大势所趋

尽管A股此轮暴跌让中概股的回归之路又添曲折，但同样也给其回归带来了一些机遇。

首先，A股从去年底到今年令人惊叹的涨幅实则包含了诸多隐患，进入6月之后开始调整，同时伴随着政府一系列救市举措，正是中国资本市场进入改革的深水区，而中概股公司

们可预期 A 股回暖的时间差，正好趁此 A 股的调整时机着手处理私有化、拆 VIE 等诸项耗时事宜，待市场调整完毕后再择机上市。

其次，在 A 股这一轮暴跌之后，IPO 暂停作为救市的重磅政策正被寄予厚望。尽管 IPO 渠道暂时被封死，但对于想要回归的中概股公司和未上市的 VIE 架构企业而言，还可以继续选择借壳的方式回归。对褪去了盲目跟风、股价导向的回国借壳 VIE 企业而言，借壳将更加注重产业整合和价值趋同的选择，对企业自身的长期发展更加有益。

最后，随着人民币基金和国内资本市场的不断壮大和成熟，国内融资渠道日趋完善，而阵痛之后的 A 股未来必定会以更加健康的格局迎接中概股的回归。资本市场愈发反映企业的内在价值，并且从长远来看，国内的市场环境无疑将更加理解中国企业的运作逻辑，而 VIE 这一特殊时期的产物也必然会随着国内监管制度的不断完善退出历史舞台，回归 A 股将成为中概股公司和未上市 VIE 企业的不二之选。

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_15292

