

PDF-TN2016001

分众传媒私有化及借壳上市案例研究¹

案例使用说明：

分众传媒私有化并在国内 A 股市场借壳上市，是海外市场上市的中国概念股回归 A 股市场的第一股，也是市值最大者。其中涉及一系列复杂的资本运作，从纳斯达克市场私有化，经过拆解 VIE 架构、股份重新调整到最终借壳七喜控股、置换资产、募集资金等，因而分众传媒海归借壳案例具有典型意义，成为中概股回归的典范之作。无论从战略上还是战术上，这次资本运作的很多细节都值得仔细分解推敲，比如回归动因、运作模式、并购估值、融资安排、价值分析等，而且本案例对于我国证券监管当局也有反思和参考的价值。

一、教学目的与用途

1. 适用课程：公司并购、资本运作、投资银行学

2. 适用对象：本案例主要为金融专业硕士开发，也适用于 MBA 和 EMBA，对金融实务相关的其他硕士课程也适用。

3. 教学目的：本案例对分众传媒私有化并在国内 A 股市场借壳上市这一典型案例进行分析，以该资本运作的战略意图、收购时的各项财务条件和收购对价及支付模式、价值创造为分析对象，总结和评判分众传媒海归借壳案例的得失，并为未来我国企业进行借壳上市等资本运作提供有益的启示与借鉴。

具体目标分为以下四点：

（1）分析分众传媒从美国资本市场退市，进而在中国资本市场重新上市的

¹1. 本案例由南开大学金融学院马晓军、孙静曦、李海滨、蒋东旭撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

内在动因。传统理论告诉我们，公司的价值是由公司的未来现金流折现加总而成，那么同样的公司在不同的市场，其价值应该不会有太大的偏差，但是，为什么改变仅仅上市地点就能够引起公司市值如此巨大的变化？作为海外上市的中国公司，应该如何面对和评估这样的套利机会？

（2）VIE 架构是什么？为什么我国企业海外上市需要采用 VIE 架构？回归国内上市为何又要拆除 VIE 架构？VIE 架构所面临的法律限制，是对中国市场和中國企业的保护，还是限制？

（3）借壳上市和 IPO 相比，有什么利弊？为何分众传媒会选择借壳方式，又为何会选择七喜控股作为借壳对象？

（4）分众传媒这家公司该如何为其估值？在借壳上市过程中，应该如何分析和看待分众传媒股东利益的得失？分众传媒从美国私有化退市到借壳 A 股重新上市，公司市值从 220 亿人民币上升到 1400 亿人民币，增长了 6 倍，这种市值增长的原因在何处？分众传媒原股东该如何划分得自退市的利益和来自借壳的利益？

二、启发思考题

1. 分众传媒为何当初会选择在美国纳斯达克上市？一家公司该如何选择上市地点？

2. 分众传媒为何要回归 A 股市场？回归 A 股市场为何采用借壳的方式？与直接 IPO 相比，借壳上市的利弊何在？

3. 分众传媒为何选择七喜控股作为壳公司？在选择壳公司的时候，是否有一些评判标准？

4. 分众传媒借壳七喜控股时，其估值是如何确定的？这种确定方法是否合理，是否有其他更好的估值方法？

5. 分众传媒借壳七喜控股，对于双方股东的利益有何影响，双方股东的利益得失如何？请加以分析。

6. 如果从监管角度考虑，分众传媒海归、借壳上市这一过程，有什么需要监管当局反思的制度安排吗？请加以分析。

三、分析思路

1. 一家公司选择上市地点，是由多方面的因素决定的。可以结合分众传媒两次上市不同的公司成长背景、两国的法律背景、市场估值背景进行分析，并由此比较中国、美国两国 IPO 制度的不同，从而了解中国企业上市制度方面的不足之处。

2. 借壳和 IPO 是两种成为上市公司的途径，但是两种方式在监管要求和程序、融资、上市成本、风险、市场时机等方面各有千秋，需要仔细地根据公司的实际条件、需求选择合适的方式。借壳上市作为一种重要的资本运作方法，被很多公司采用，因此需要了解和熟悉这种方式。分众传媒这个案例可以提供一个比较好的分析思路。

3. 壳公司的选择是有一些默认的标准，但同时也需要根据实际情况进行选择。分众传媒对壳公司的选择，基本没有瑕疵，而且准备了两套方案，这些都可以从中借鉴。

4. 在借壳的具体技术方面，估值可以通过可比公司法，对同类产品的市盈率、市净率定价水平进行评估，并结合分众传媒价值方面的特有因素进行分析，也可以采用更加细致的估值分析，比如现金流折现的方式。我们所示范的估值方法将分众传媒的价值分为传统业务价值和新兴业务价值进行分析，传统业务采用了 Ohlson 模型，Ohlson 模型认为企业内在价值是其当期账面净资产与未来期间剩余收益现值的和，综合考虑了净资产和盈利性。新兴业务方面我们采用了期权分析法。两部分价值的加总，即为分众传媒的内在价值。

5. 借壳过程中，双方的利益得失是其重中之重，也是双方能够谈判合作的最重要的基础。我们可以通过计算，将各方利益一一列出，进行比较。可以计算各方股东借壳之前的权益价值，然后根据借壳变化后的企业价值继续计算各方的权益价值，两相比较，得到利益发生的变化。我们的结论是：分众传媒在借壳中是利益损失者，七喜控股是利益获得者，非公开发行认购者的利益基本持平。

6. 分众传媒海归借壳案例，很大程度上反映了我国资本市场制度建设的背景。我国不成熟的资本市场建设，引起优秀企业资源的错误配置，从而降低了社会效益。本案例中所反映的典型错配有二：其一是很多优秀企业远走海外上市，其二是很多优秀企业不能直接 IPO 而只得借壳上市。

四、理论依据和分析

(一) 理论依据

公司 IPO 的决策基础

海外上市与本国上市

借壳上市与 IPO 的比较

借壳上市的基本知识

股权估值的相关理论和模型

(二) 具体分析要点

1. 分众传媒为何当初会选择在美国纳斯达克上市？一家公司该如何选择上市地点？

一般而言，企业在选择上市地点时会考虑三个因素：建立和维护上市的实际支出成本、对估值和流动性的影响以及非财务因素。

从第一个因素看，目前在全球各地上市的相关税费基本趋同，国内上市公司建立和维护上市的实际支出成本也逐渐与国际水平靠拢，因此国内外上市在上市和维持成本方面不大，不会成为影响上市地点的首要因素。但是，在业绩要求、信息披露方面，各家交易所还有所区别，总体而言，海外成熟市场的交易所制度更加灵活，会吸引尤其是初创阶段，或者在控制权方面有特殊要求的公司上市。

表 10 四大主要股票市场的上市条件比较

	新三板	创业板/主板	港股	纳斯达克
财务要求	<ul style="list-style-type: none"> • 存续满两年 • 具有持续经营能力 • 无资产要求 	<ul style="list-style-type: none"> • 上海主板和深圳中小板： • (1) 最近三年连续盈利，累计净利润超过 3000 万元 • (2) 最近三年经营活动现金流累计超过 5000 万元，或最近三年营业收入累计超过 3 亿元 • 创业板： • (1) 连续两年连续盈利，累计净利润不少于 500 万元，营业收入不少于 5000 万元，且近两年营业收入增长率均不低于 30% 	<ul style="list-style-type: none"> • 盈利测试：最近一年的盈利不少于 2000 万元，且之前两年累计的盈利不低于 3000 万元 • 市值/收入/现金流测试：上市市值至少 20 亿元，最近一个财政年度的收入至少 5 亿元，及在过去三个财政年度经营活动的净现金流入合计至少为 1 亿元 • 市值/收入测试：上市市值至少 40 亿元，最近一个财政年度的收益至少为 5 亿元 	<ul style="list-style-type: none"> • 总资产/总收入标准：最低收入 5000 万美元，最低总资产 5000 万美元
上市	<ul style="list-style-type: none"> • 总体需要 6-10 个月 • 提交材料后，需要一个半到两个月的 	<ul style="list-style-type: none"> • 总体需要 12-24 个月，时间较长 • 目前申请上市排队公司较多，证监会审核通常需要 6-9 个月 • 审批时间不确定性大，较难把握 	<ul style="list-style-type: none"> • 总体需要 6-9 个月，其中香港联交所审批时间为 10-14 周 • 香港上市流程类似美股，过 	<ul style="list-style-type: none"> • 6-8 周美国证监会审查程序 • 最终发行价较初步发行价有 20%浮动范围且无需

准 备 时 间	时间, 才能进入审查程序进行反馈		程相对比较透明和市场化	SEC 审查
市 费 用	<ul style="list-style-type: none"> 改制费: 30 万元 推荐费: 70-100 万元 审计费用: 10-15 万元 律师费用: 5-10 万元 	<ul style="list-style-type: none"> 承销费用: 集资总额的 3%-8% 审计费用: 80-100 万元 律师费用: 100 万元左右 总上市费用与香港上市相近, 但有不确定性 	<ul style="list-style-type: none"> 上市融资额的 2.5%-5%, 保荐人另收取 50 万-100 万美元的保荐费 发行人承担承销商律师费 审计费用: 40 万-80 万美元 律师费用: 100 万-150 万美元 按美国证券法 144A 条例发行则需额外费用 	<ul style="list-style-type: none"> 上市融资额的 5%-7% 承销商承担承销商律师费 审计费用: 90 万-200 万美元 律师费用: 75 万-100 万美元

第二个因素是估值和流动性。根据学术界的研究结果, 在美国、英国、香港等成熟市场中, 估值和流动性的差别不大。我国股票市场的估值相对要高一些, 流动性也强一些, 但是, 市场波动远大于成熟市场。所以, 估值和流动性成为很多公司选择在 A 股上市的重要原因, 分众传媒海归 A 股, 估值即为重要原因。又比如金蝶集团 (0268) 在香港上创业板融资约 8000 万港币, 而同样的软件企业用友软件 (600588) 在国内 A 股上市则融资约 9 亿元人民币; 而作为同一家公司, 浙江世宝 (002703) 在 A 股上市, 首日收盘价 18.75 元, 上涨 626.74%, 而此时其港股价格仅为 2.72 港元 (合人民币 2.19 元)。

第三个因素是非财务因素, 可能是最重要的考虑。对于我国很多的新经济公司 (如软件行业、IT 行业、生物医药、教育、传媒等), 在上市方面会受到诸多限制。

限制一, 外资控股的公司难以在国内上市。2001 年 10 月, 根据国务院关于“允许符合条件的外商投资企业申请发行 A 股或 B 股”的精神, 外经贸部、证监会联合制定了《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》, 但是其中仍有诸多限制, 比如“按规定需由中方控股 (包括相对控股) 或对中方持股比例有特殊规定的外商投资股份有限公司, 上市后应按有关规定的要求继续保持中方控股地位或持股比例”, 这就使得很多国外 VC 和 PE 投资的公司难以在境内上市, 而且目前外资公司直接在 A 股市场 IPO 的, 非常罕见, 比如深灿坤 B 和深大通 A, 原定上海股票交易所开设的国际板也遥遥无期。

限制二，A 股主板 IPO 需要公司上市前持续三年的经营记录，而且有盈利要求，但是很多初创型公司难以满足要求。

限制三，我国《公司法》和《证券法》中对公司治理的一些要求，使得对公司控制权有特殊要求的企业难以在中国境内上市。《公司法》（2014 年最新修订版）第一百三十条规定“股份的发行，实行公开、公平、公正的原则，必须同股同权，同股同利。”这样，就限制了双层股权公司（比如百度、京东）无法在 A 股上市，阿里巴巴这样具有合伙人委员会的特殊控制权结构也难以在中国的法律环境下上市。

分众传媒当初在美国纳斯达克上市，是受制于当时中国的法律，不能在国内上市，因此只能选择海外上市，也就是说，当初纳斯达克上市，是由非财务因素决定的。

可以结合分众传媒当时纳斯达克上市的背景进行分析。

外资背景：2003 年 5 月，分众率先赢得了日本软银的投资，注资 4000 万美元；2004 年 4 月，鼎晖国际 CDH 携手国际风险投资基金 DFJ 等注资 1250 万美元进入分众传媒；2004 年 11 月，高盛、3i 等宣布投资 3000 万美元成为分众第三轮投资者。

成长历史：分众传媒 2003 年 5 月成立，2005 年 7 月纳斯达克上市，从成立到上市仅仅两年零两个月的时间。

2. 分众传媒为何要回归 A 股市场？回归 A 股市场为何采用借壳的方式？与直接 IPO 相比，借壳上市的利弊何在？

2013 年开始，资本市场掀起中概股回归 A 股市场的热潮，诸多中概股陆续从美国市场私有化退市，筹划 A 股上市事宜，截止 2015 年底已有 30 多只中概股正在进行或已经完成了回归。即使是在市场调整阶段，中概股借壳对象的股价依然呈现火爆上涨趋势。2014 年，中国安防（现 A 股名为中安消）借壳飞乐股份回归 A 股，2015 年，已经有学大教育、巨人网络、分众传媒 3 只中概股借壳回归 A 股。另外，聚美优品、当当网已经先后宣布私有化，航美传媒、淘米等达成私有化最终协议，中国手游等已退市。

表 11 中概股私有化清单

股票名称	私有化进程	回归对象
奇虎 360	进行中	
博纳影业	进行中	
人人公司	进行中	
易居中国	进行中	
迈瑞医疗	进行中	
淘米网络	进行中	
中国手游	进行中	
世纪佳缘	进行中	
陌陌	进行中	
完美世界	进行中	
搜房网	(分拆) 进行中	万里股份
巨人网络	完成	世纪游轮
盛大游戏	完成	中银绒业
学大教育	完成	银润投资
如家	完成	首旅酒店

中概股的回归有其必然的原因和逻辑——境外资本市场估值低、做空危机、不断的诉讼案件以及境内利好政策的推出等因素，都共同促成了中概股回归的热潮。

估值套利？
估值体系的不同
诱发两个市场的套利

- 暴风科技：上市后连收35个涨停板，10元/股一度飙升到300元以上
- 巨人网络：退市之前市值200亿元到宣布借壳上市之后的千亿级别以上

商业模式？
许多中概股的商业模式
不为海外投资者所了解

- 宜人贷：中国的互联网金融P2P平台刚刚兴起而美国市场早已熟悉
- 学大教育：中美教育体系不同，海外投资者不了解1对1课外辅导

诉讼不断？

- 仅2015年就有13家上市公司遭遇不同的诉讼案件（近年部分大额诉讼参见下表）
- 美国证券交易委员会监管严苛

图 19 中概股回归的原因

表 12 中概股诉讼案例

公司名称	诉讼日期	解决方式
分众传媒	2015/9/30	罚没和解金额 5560 万美元
尚德电力	2012/8/2	500 万美元
飞鹤乳业	2012	650 万美元
科元塑胶	2011/11/16	和解赔偿 265 万美元，罚款 100 万美元
旅程天下	2011/4/15	和解协议 200 万美元
普大煤业	2011/4/14	总赔偿 2360 万美元
中国生物	2010/9/19	和解合同赔偿 140 万美元

诸多因素促使中概股回归形成热潮，然而中概股的回归却也面临着税收、政策、外汇等等一系列的挑战，是否回归、如何回归、回归何处都是上市公司需要面临的问题。

以下具体从分众传媒这个案例来分析。

首先是估值方面。下面的图 18 和表 13 比较了纳斯达克和 A 股中小企业板和创业板的估值。（按照证监会的相关规定，创业板目前不可以借壳）。总体而言，A 股相对于纳斯达克的估值要高一些，但是中美这两个市场都有过估值方面巨幅的波动，纳斯达克 1995 年估值仅为 12 倍，而 2002 年则高达 339 倍，中小板 2008 年最低 16.22 倍，2015 年最高则为 83.16 倍，创业板最低 28.88 倍，最高则为 140.92 倍。

表 13 纳斯达克市场的估值水平（1995 年-2015 年 8 月）

NASDAQ 年指数均值/ttm每股盈利/年均PE变化											
年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
指数均值	925	1165	1467	1792	2722	3779		1543	1645	1988	
EPS	80	81	67	68	38	26		7	27	50	
PE	12	14	22	27	74	151		339	62	41	
年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
指数均值	2100	2265	2578	2161	1844	2349	2678	2965	3544	4378	4947
EPS	61	60	72	81	51	73	116	132	144	180	168
PE	34	39	37	28	38	33	23	23	25	24	29

资料来源：光大证券研究报告《纳斯达克市场的数据分析》，2015年8月3日。

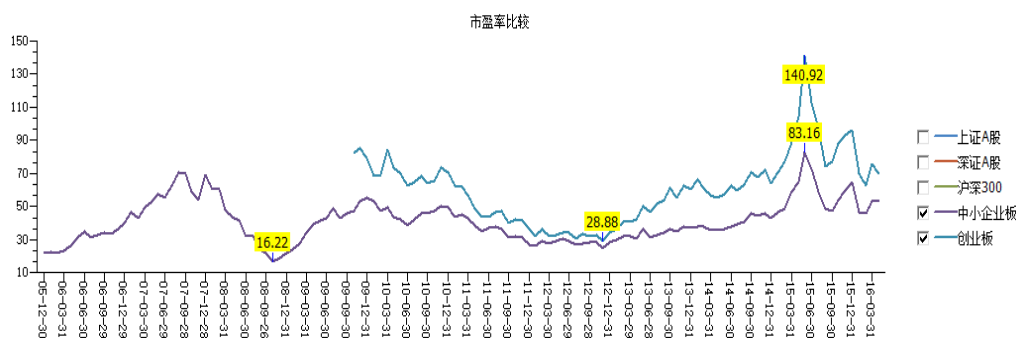


图 20 我国中小企业板和创业板市场的市盈率

资料来源：万得资讯

具体分析分众传媒，经过简单的比较，我们发现分众传媒在纳斯达克上市时，纳斯达克的市盈率 34 倍，前一年则为 41 倍，其实比 A 股中小企业板的估值要高，而分众传媒在美国上市，获得了较好的市场反应，分众传媒 2004 年盈利 40 万美元，2005 年盈利 2350 万美元，相对于上市时 7 亿美元的市值，市盈率相当高。在 2005 年上市这段时间，纳斯达克给了分众传媒较好的估值。

但是，分众传媒风光了两年以后，其估值水平在纳斯达克迅速下降，P/E 从 2006 年的 86.1 倍开始不断下降，到 2012 年，P/E 只有 16.59 倍了。而这些年中，除了 2008 年公司营业收入和利润大幅度下降外，其他年份都保持增长态势，从 2005 年上市到退市前一年，总收入的年化增长率达到 45.26%，净利润的年化增长率达到 38.78%（参见之前的图 6）

表 14 分众传媒在纳斯达克市场中的估值水平

	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
市盈率(P/E, ttm)							
平均值	16.59	23.30	40.34	12.16	38.10	65.85	86.12
最大值	22.76	47.53	43.32	16.84	58.14	169.94	100.80
最小值	12.83	9.78	37.11	8.54	10.58	41.21	71.99
期末值	17.08	15.09	37.11	-2.38	15.16	55.65	92.70
市净率(P/B, mrq)							
平均值	2.28	2.94	2.29	1.07	2.07	3.86	4.19
最大值	2.95	4.06	3.35	2.11	4.07	4.88	4.91
最小值	1.74	1.54	1.59	0.55	0.41	2.39	2.39
期末值	2.31	2.08	2.48	1.93	0.98	3.92	2.39
市销率(P/S, ttm)							
平均值	3.65	6.48	6.16	3.23	7.76	23.79	27.68
最大值	5.21	9.79	10.58	9.55	19.36	54.61	32.39
最小值	2.73	2.96	4.07	0.81	1.01	13.81	23.14

期末值	3.61	3.75	5.17	9.55	1.44	18.65	29.79
-----	------	------	------	------	------	-------	-------

分众传媒面临的窘境是：一方面业绩在迅速上升，另一方面，估值在迅速下降。因为估值水平的下降，其股价在 2007 年冲高到 65 美元之后，在随后的金融危机中，分众传媒的股价也随着市场大势一道泥沙俱下，风雨飘摇，在 2009 年甚至一度跌破 5 美元大关。之后的 4 年中，虽然股价时有反弹，但总体呈现波动态势，市场表现鲜有可圈可点之处。



图 21 分众传媒美股市场表现

其次是美国投资者对分众传媒的业务模式和发展前景缺乏长期认同，导致股价被低估。在金融危机中，当整个市场回归谨慎理性之时，美国投资者却发现他们对于分众传媒的业务其实十分陌生：相比于中国，美国地广人稀，住宅独立分散，高层建筑密度较低，即使有电梯的地方，也很少有广告；即使是张贴有广告的办公楼通知栏，也往往是免费的。因此，许多美国投资者难以理解“楼宇广告”这种具有亚洲特色的业务，也难以理解借助“被动灌输”传播信息的业务理念。正如分众传媒 CEO 江南春所说，“美国投资人很难理解分众商业模式，难以对我们给出合理的估值”。

其三，美国证券市场的监管机构 SEC，以及许多做空机构，都“紧盯”分众传媒不放。SEC 出于各种原因，多次对分众传媒提起行政诉讼或进行罚款；做空机构更是利用美国本土投资者不了解分众传媒业务模式的事实，指责分众传媒的某些经营行为，甚至加以片面渲染，从价值判断的分歧上制造做空氛围，打压分

众传媒的股价。典型的事件是著名的做空机构浑水研究在 2011 年 11 月发布研报，抨击分众传媒的“三宗罪”，导致分众传媒股价应声大跌。

与分众传媒在美股市场估值较低、屡遭做空而形成的“推力”相比，国内资本市场则在分众赴美的近十年间快速发展，虽然几经波折，却也不乏创造财富神话的两轮大行情，无形中形成对分众传媒回归的“拉力”。

中美市场估值体系差异所提供的这种套利机会，成为分众传媒回归本土、追求获得高估值的根本动因。此外，2015 年，包含外资限制性条款的《外商投资广告企业管理规定》被工商总局废止，进一步为分众传媒回归 A 股扫清了障碍。加之分众传媒的业务发展本身就立足于深耕中国市场，回归不仅具有可行性，还有助于提高其品牌在国内的认可度，策应下一步的业务扩张。正是这些因素的叠加（如图 22 所示），使得分众传媒的回归成为大势所趋。

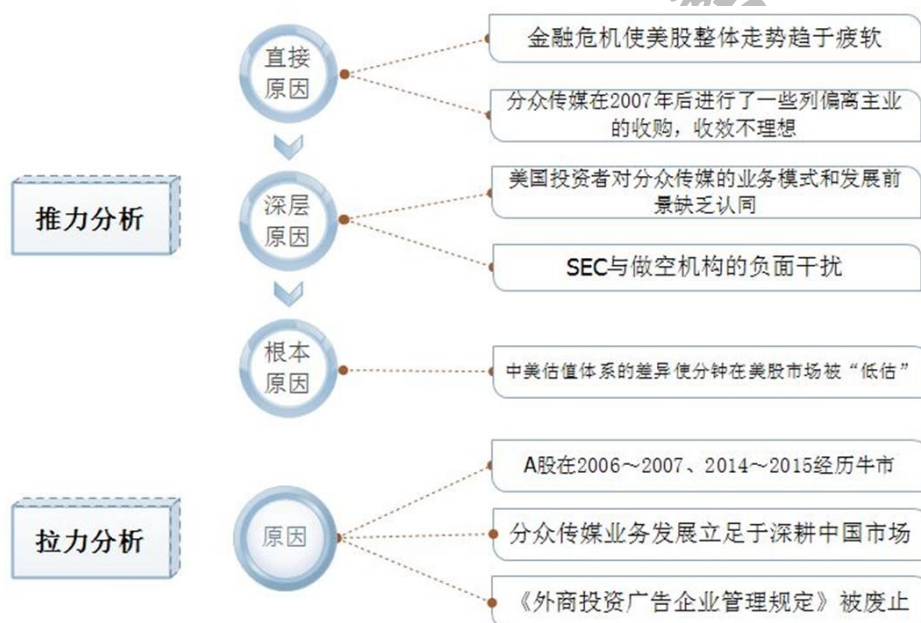


图 22 分众传媒回归推力拉力分析

至于为何选择借壳方式，这是由中国特色的证券发行体制决定的，2012 年 11 月 3 日~2014 年 1 月，我国 IPO 停闸，空窗期达到 14 个月，这是我国 IPO 历史上第 8 次暂停，直接导致 IPO 排队企业将近 700 家。由此，海归中概股选择 IPO 的大门被堵上了，只能选择借壳上市。

具体到分众传媒个案，分众传媒为了回归 A 股上市，其母公司向金融机构融资了 14 亿美元的过桥贷款，截至 2015 年 5 月 31 日，分众传媒整体负债率达 61%，

高出行业平均值近一半，加上与数十家创投机构的对赌协议：如果分众传媒私有化完成的第四年公司仍未重新上市，将按融资协议中的规定以及公司现金及公司持续运营情况，分配至少 75% 的利润给股东。这意味着，分众传媒须在 2017 年 5 月前实现重新上市。除了当初发起私有化时的几家私募机构外，其余境内的 35 家财务投资机构，总计持有分众传媒 29.78% 股份，机构也都迫切要求分众传媒尽快上市。分众传媒上市再也拖不起，所以，选择借壳，是快速解决上市问题的必然选择。

根据证监会 2014 年 10 月发布的《上市公司重大资产重组管理办法》第 12 条，对借壳上市的定义做了说明：“自控制权发生变更之日起，上市公司向收购人购买的资产总额，占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 100% 以上的”，凡满足该规定的重大资产重组即构成借壳上市。也就是说，上述收购人包括两种情况：一是本次重组后将作为上市公司新的实际控制人的收购人，二是上市公司首次上市至本次重组前，已通过收购、划拨等途径取得上市公司实际控制权的收购人。

抛开 IPO 停闸的特殊原因，单纯从 IPO 和借壳的比较来说，主要有这样几个方面：

（1）监管要求和程序方面，借壳优于 IPO。借壳周期快，可以规避一些 IPO 无法规避的重大瑕疵，而且不会受到停闸的影响。

（2）成本方面。借壳成本大于 IPO。IPO 的成本主要是中介成本，借壳的成本主要买壳的成本、清壳的成本和稀释的成本，尤其是最后一项成本，对于一家质地良好的公司，股权稀释是最大的成本。

（3）融资方面。IPO 在上市同时实现了股权融资，而借壳上市只是获得上市，与融资无关，一般会在上市以后、符合条件的情况下启动再融资。

（4）风险方面。IPO 的风险主要来自于审核风险，而借壳主要来自于市场风险，主要是壳公司本身的质量，比如：或有负债——担保和诉讼、仲裁、税务纠纷、劳动纠纷等，可能会对公司上市之后产生潜在威胁。

（4）与二级市场的关系。一般而言，IPO 需要在二级市场比较热的时候进行，而借壳则在任何时间都可以进行，甚至在市场冷的时候更好，因为此时壳资源价格相对较低。

3. 分众传媒为何选择七喜控股作为壳公司？在选择壳公司的时候，是否有一些评判标准？

分众传媒既然选择借壳上市，那么对壳公司的选择就成为了关键的问题。

一般而言，壳公司具有四个特点，这些特点都是与资本运作的要求相符的：

1. 市值低。低市值公司的壳价比较低，在买方资产置入后，原股东的股权比例会大幅度下降，从而有利于新股东扩大控制权比例。一般而言，壳公司市值在 50 亿元以下；

2. 第一大股东持股比例较低，一般在 30%以下。原第一大股东较低的持股比例，有利于新进股东保持较高的持股比例，也适宜整体收购第一大股东的股权；

3. 民营企业发生借壳重组的概率更大，因为国企对应的是国有资产，会发生一系列的国有资产处置流程，牵动到国资委，程序比较复杂，时间比较长，而且期间会担心发生国有资产流失问题；

4. 借壳标的公司业绩相对较差，按照 A 股市场的规定，连续两年亏损，上市公司的股票将会被特殊处理，标上“ST”，如果最近三年连续亏损，则会被暂停上市。因此，亏损公司，尤其是连续亏损公司，为了保住上市地位，就有出售壳资源的内在动力。

分众的回归最终通过借壳七喜控股实现的。七喜集团成立于 1997 年，注册地为广州，是一家民营企业，实际控制人为易贤忠先生。在被分众传媒借壳之前，目前上市公司主要产品或业务包括：电脑的生产与销售、IT 产品分销、手游开发、智能穿戴设备研发与销售，SMT 贴片代工和物业租赁。观察七喜控股近些年业绩表现可以发现，2012-2014 年，七喜的净利润分别为 312.33 万元、-13,618.99 万元、-106.53 万元，公司近年营业收入规模出现较大下滑，盈利能力较弱；并且七喜在 2013 年对主要亏损业务进行了转让并决定 2014 年全面退出手机业务后，公司产业结构调整并未取得预期效果，再加上 IT 行业日趋激烈的竞争趋势，公司未来发展前景不明朗。为了保护中小股东的利益，七喜急需注入优质资产，实现升级转型。

2014 年，七喜控股被借壳之前，市值约为 22 亿元。

从股权结构角度看，七喜控股在资产重组前，第一大股东是易贤忠，占股 42.89%，其夫人关玉婵持股 9.63%，是第二大股东，其他一些家庭成员亦持有一

部分股份，整个公司被牢牢地控制在易氏家族手中，因而借壳谈判相对简单。

从以上几点分析，七喜控股基本符合之前所归纳的四点，除了第二点大股东持股比例较低外。但是此案例中，由于易氏家族控制着上市公司，所以，反而使借壳运作不易出现闪失。

表 15 七喜控股大事记

1997 年 8 月	成立广州七喜电脑有限公司
1999 年	公司创立“HEDY”自有主品牌和“大水牛”自有子品牌
2001 年	整体改制为广州七喜电脑股份有限公司
2004 年 8 月	公司在深交所上市，股票代码:002027
2005 年 9 月	公司更名为七喜控股股份有限公司，并于同年 10 月完成股权分置改革
2007 年	主打商标“七喜”“HEDY”双双荣获中国驰名商标
2009 年	公司“大水牛”商标取得“广东省名牌”称号
2013 年	公司成立广州善游网络科技有限公司、广州嘉游网络游戏公司
2014 年	公司智能手表上市，进入智能穿戴和移动健康管理领域。

事实上，最终与分众传媒达成合作的七喜控股并非分众最初中意的借壳对象——分众借壳的过程着实经历了一番波折。事实上，七喜控股并不是分众传媒的首选，分众传媒一直对于宏达新材（002211）情有独钟。宏达新材从 2014 年 12 月起停牌，就一直在谋划与分众传媒重组事宜。2015 年 6 月 3 日宏达新材公告方案，拟通过资产置换、发行股份及支付现金收购资产及配套募集资金的方式，实现分众传媒借壳上市。但还没来得及提交股东大会审议，因公司及实际控制人朱德洪涉嫌违规，6 月 17 日，证监会决定对公司及朱德洪予以立案调查。公司被调查后，重组便处于暂停状态，要想继续重组需等调查结果出来，但分众传媒等不及，江南春第二天便飞抵广州与易贤忠谈论借壳七喜上市的相关事宜。由于分众传媒两手准备，因此临危不乱，迅速启动了以七喜控股替代宏达新材的借壳方案。

4. 分众传媒借壳七喜控股时，其估值是如何确定的？这种确定方法是否合理，是否有其他更好的估值方法？

分众借壳七喜时，是由中联评估出具的，以 2015 年 5 月 31 日为基准日，选用收益法评估结果作为最终评估结论，本次交易的拟购买资产分众传媒 100%股权的评估值为 4,587,107.91 万元，评估增值 4,339,180.99 万元，增值率 1,750.19%。根据《发行股份及支付现金购买资产协议》，经交易各方友好协商，分众传媒 100%股权作价 4,570,000.00 万元。

虽然我们没有看到中联具体是如何评估的，但是根据资产评估收益法的定义，收益法是指通过估算被评估资产的未来预期收益并折算成现值，借以确定被评估的资产价格的一种常用的评估方法。由此可知，中联对分众传媒的估值是基于未来现金流，这是由于分众传媒属于轻资产公司，不适宜采用资产基础法等方法进行估算。与此相比较的是，七喜控股置出资产的评估，采用的是资产基础法。

但是，分众传媒的成功借壳后，市值从 457 亿元猛增到最高 2600 亿元（2015 年 11 月），即使以 2016 年 1 月股灾最低点计算，分众传媒的市值也有 1100 亿元，这两个市值分别是当初 457 亿估值的 5.73 倍和 2.41 倍。这是否说明当初分众传媒的估值是过低的？当然，短期内的市值剧变并不能完整地展示分众传媒借壳上市之后的真实价值²。分众传媒的价值到底应该是多少呢？

股权估值的方法很多，仁者见仁，智者见智，探讨案例的同学可以自行选择适当的方法进行估值。以下我们将对分众传媒的新、老两类业务进行分析，并在后两部分中对其分别进行估值，依此判断此次借壳上市的实际效益并判断公司后续的发展路径，这只是提供一种思路，供参考。

对于公司现有业务（传统业务），我们通过 Ohlson 模型结合财务数据进行估值，对于借壳时间点的估值结果为 400.1 亿元，与借壳时的 457 亿的对价较为接近。并通过与各年美国市场市值相比较，解释了其回归 A 股的动机。

对于分众传媒的 O2O 等新业务，我们视为一个成长期权，运用二叉树期权估值方法进行估值，结果显示，该业务成长期权价值为 319.2 亿元，对应公司传统加创新的总价值为 719.1 亿元，介于私有化支付对价和当前公司市值 1400 亿（2016 年 4 月）之间，说明当前市场对其估值偏高，而这可能也是分众传媒回归 A 股的原因。

4.1 传统业务分析

1. 楼宇生态路在何方——价值基石被颠覆的背后

楼宇生态，包括楼宇电视和框架广告，是分众传媒的核心业务，占业务的 80% 以上。然而移动互联网的飞速发展却对框架广告提出了挑战。分众的目标受

² 截止本案例写作完成时，大部分分众传媒的股份限售，限售比例为 95.31%，实际流通股份仅 4.690%，204,893,582 股，流通盘过小对分众传媒的市值会有一定的影响，所以，目前的市值相对于合理的估值应该有一定的溢价。

众“20岁~45岁”的白领阶层，而调查显示，超过八成的人是手机不离手的“低头一族”，在等电梯、坐电梯的过程中，更多的人会选择关注手机的内容而非周围的框架广告，而在手机上投放的广告比有实体宣传的框架广告成本更低、风险更小。虽然江南春表示，互联网时代眼花缭乱的广告不如框架广告和楼宇广告的针对性强，但是笔者团队对其后续发展仍然存疑。且楼房售卖存量有限，逐渐饱和。依赖于手机用户的偶然发现，价值基石不复存在，因此楼宇生态广告的发展路径不排除是先发展后停滞衰落的发展趋势。

2. 银幕巨阵或将救场——影院广告的未来

2012年开始，分众传媒将影院映前广告作为新的增长点纳入主营业务。自此之后，影院广告业务飞速增长，为分众带来新的赢利点。一方面，映前广告的受众群体层次较高，大屏幕拥有较强的吸引力，容易被观众认可；另一方面，映前广告的针对性强，影院聚集了院线、制片商、广告商等多方主体，容易形成影业发展的良性生态。根据艺恩咨询2014-2015电影观众调研结果显示，82.75%的观众表示会观看映前广告，其中有69.18%的观众对映前广告持接受态度。

4.2 新业务分析——O2O是讲故事吗？

江南春对分众后续发展的构想：向上云战略，对分众地理属性的升级。通过云计算和大数据，实现把分众打造成为真正的由云端控制屏端的LBS精准媒体平台。向下做O2O，利用2.5亿存量用户的资源，集成LBS、移动互联网、WiFi热点和近十万个iBeacon（近场通讯）网络，做好人与信息、人与服务、人与金融对接的O2O生态。简单来说，就是通过定位手机用户，让之连接WiFi热点，进行广告推送，将这些人从广告的读者变为产品的消费者。

在初期实践中，通过与手机淘宝、微信、360等建立战略合作，开启楼宇广告营销互联网时代。且取得了不俗的“战绩”，2015年5.20宠爱节，通过与各商家合作，十余天时间分众传媒公众号完成了粉丝从0到1400万的飞跃。

目前来看，这个构想看似非常完整，但是细细分析却能发现一些不确定性。只在框架广告附近停留数分钟乃至数秒能否吸引客户对于广告的兴趣？连接WiFi热点的可行性？前期相关设备的投入资金能否得到回报？所谓的千万红包吸引用户流量是否具有长期性？

这种新兴的互联网营销模式，究竟是屏幕广告的未来，还是回归A股的后迎

合互联网+概念的一次炒作？这需要我们对其业务进行估算。

4.3 传统业务估值（借壳估值）

1. Ohlson 模型简介

常用的估值方法有三大类，市场法（可比公司法）、成本法（重置价值法）以及收益贴现法，对于分众传媒的估值，由于其主营业务楼宇广告市场占有率超过八成，很少有可比公司可供选择，而重置价值法对于传媒企业这种无形资产比例较大，带有服务性的企业并不合适，可能极大低估公司价值，因此前两种估值方法并不适用。

Ohlson 模型又称剩余收益模型，是一种贴现方法，其特点是建立了公司权益价值与会计变量之间关系。剩余收益与经济利润的概念类似。其与传统剩余收益模型最大的区别是运用杜邦分析对各会计要素进行了系统地阐述。使用会计要素对公司价值进行评估，一定程度上降低了估值的主观性，这也是选择该模型的原因。

Ohlson 模型的基本公式为：

$$RI_t = AI_t - rBV_{t-1}$$

其中， RI_t 指 t 期的剩余收益； AI_t 指 t 期的会计收益； BV_{t-1} 指 t 期初的账面净资产； r 对应无风险利率。

Ohlson 模型的成立还依赖于三大假设，分别是：

假设一：股利贴现模型假设，认为企业未来预期股利的贴现值即为企业价值，用公示表述为：

$$V_t = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(D_t)}{(1+r)^t}$$

其中， V_t 指企业股票的价值； $E(D_t)$ 指企业第 t 期末的股利期望值， r 为无风险利率。

假设二：清洁盈余关系假设。认为股利发放在每期期末，对当期收益没有影响，只会影响到当期账面的所有者权益。当期企业收益减去支付的股利，其差额为所有者权益的账面变化。公式表述为：

$$BV_t = BV_{t-1} + AI_t - D_t$$

其中， BV_t 指 t 期企业所有者权益的账面价值； AI_t 指 t 期的会计收益； D_t 指企业第 t 期发放的股利。

假设三：动态线性信息假设。认为除了会计信息，还有其他的信息也会影响企业的剩余收益。公示表述为：

$$RI_{t+1} = \omega RI_t + i_t - \varepsilon_{t+1}$$

$$i_{t+1} = \gamma i_t + \varepsilon_{t+1}$$

其中， RI 为剩余收益； ω, γ 为 $0 \sim 1$ 的参数； ε 为随机误差项； i 为其他信息。

由其基本公式结合三大假设，可以推导出 ohlson 模型的估值模型，整理得到：

$$V_t = BV_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(RI_t)}{(1+r)^t}$$

Ohlson 模型的基本形式充分说明了企业内在价值是其当期账面净资产与未来期间剩余收益现值的和。为了建立公司价值与各会计变量之间关系，运用杜邦分析法对剩余收益进行分解，使用基本财务指标代替剩余收益，得到新公式如下：

$$RI_t = S_t \frac{1}{ATO_t} \frac{1}{EM_t} (MOS_t * ATO_t * EM_{t-1} - r)$$

其中， S_t 为 t 期营业收入， MOS 为利润率， ATO 为资产周转率， EM_{t-1} 为 $t-1$ 期的权益乘数， r 为无风险利率。

用杜邦分析对剩余收益进行分解，将估值模型的因子转化为基础会计变量，可以一定程度上避免一般贴现模型中的主观性。

2. 运用 Ohlson 模型估值

分众传媒纳斯达克上市期间及借壳上市后年报披露的各基本财务指标如表 16 所示。

表 16 分众传媒基本财务指标

年份	营业收入(百万美元)	利润率%	资产周转率	权益乘数
2005	68	33.4	0.51	1.11
2006	212	37.9	0.32	1.05
2007	507	28.4	0.31	1.15
2008	370	-	0.2	1.28
2009	505	-	0.35	1.17
2010	516	23.2	0.37	1.15
2011	793	30.8	0.51	1.39
2012	928	34.0	0.5	1.34
	营业收入(百万人民币)			
2013	6675	35.8		1.49
2014	7497	39.3		1.49
2015	8627	39.3		1.55

回归后三年的年复合增长率为 13.69%，由于分众传媒业务主营业务突出，市场占有率极高，传统业务已经进入了较为稳定的发展期。又考虑到会计计量的稳健性原则，假设未来十年，三年内营收保持该增长率，再三年降至 10%，后四年降至 5%，据此对后续营业收入进行预测。

表 17 分众传媒估值市值对比

年份	估值(美元)	同期市值(美元)
2006	2,665,552,968	3,402,880,000
2007	3,542,326,484	3,416,000,000
2008	3,423,194,567	1,155,840,000
2009	3,542,716,246	2,030,600,000
2010	3,743,626,748	3,156,520,000
2011	4,234,912,075	2,670,190,000
2012	4,658,843,076	3,414,110,000
		同期汇率转化为人民币元
2013	4,630,920,157	28,035,127,537
2014	5,359,175,671	33,248,325,860
2015	6,162,048,179	40,013,876,057

注：转化汇率为年末离岸人民币收盘价

其利润率除去 08~10 年受金融危机冲击而较低甚至出现负值外，其余年份的均值为 34.86%，且较为稳定，又考虑到稳健性原则，设定前五年保持该利率，后五年降为 30%。类似的，设其未来十年资产周转率为 0.43。由于私有化公司负债大大增加，因此再上市后负债会有明显下降，所以权益乘数计算时提出近三年

值，取 1.22。

结合以上数据及 Ohlson 估值模型，得到公司估值与同期市值如表 17 所示。

该模型 400.13 亿的估值结果与 457 亿的对价较为接近，且低于对价，而对价较高的好处是降低股权稀释比例也即借壳成本。借壳过程中，分众方自然要求提高对价以降低股权稀释，而七喜方则争取降低分众对价，争取股份占比，因此，该 457 亿的对价是双方利益平衡的结果。

另外，通过该模型估值与同期市值的比较可以看出，在度过了上市初 2005、2006 年两年的“蜜月期”之后（这两年中，分众传媒的市场表现极为抢眼，股价从 17 美元的发行价一路上行至 65 美元左右，年化收益率高达 100%。从我们的估值上看，这两年也是仅有的市值高于估值的时间），市值相较于公司估值明显地开始走下坡路。抛去 08、09 年金融危机的冲击，浑水研究利用美国投资者对分众业务的不熟悉大做文章、屡次做空，直接导致 2011 年公司市值骤跌，中国公司的水土不服也导致美国证监会（SEC）不断刁难分众传媒，甚至在 2015 年分众退市两年后一纸罚单罚金 5560 万美元。

估值不利、水土不服，再加上 A 股估值体系的诱惑，分众传媒急于回归 A 股，成为第一支回归的中概股也就顺理成章了。

4.4 新业务估值

正如第（二）部分所分析的那样，O2O 等新业务刚刚起步，从投资人的角度看，要视其未来发展情况——若盈利理想，则进一步投资，若情况不利，则可以随时终止项目。这无疑具有成长期权的特征，相当于对后续投资机会和收益的买权，因此适宜使用期权方法对该类新业务进行估值。

为了对其新业务进行合理的估值，接下来提出一些关键的假设：

首先执行期定为 10 年，一项新业务能在 10 年内为公司带来额外的现金流就是非常成功的了，且十年后该业务也就成为了该公司的传统项目，难以称之为新项目了。

接下来对其未来十年的净利润进行假设，私有化后三年的利润情况如表 18 所示：

表 18 分众私有化后利润情况

年份	净利润
2013	2,077,808,607.42
2014	2,417,118,188.43
2015	3,389,000,000.00

这三年净利润的年化增长率为 27.7%。由于其传统业务的稳定性，且考虑到新业务冲击、新竞争者等因素，在不引入新互联网+业务的前提下，我们假设其 2016 年起三年内保持该增速，2019 年起三年内增速降至 20%，2022 年起四年内增速降至 10%。

相对应，在引入新的互联网+业务后，相关新闻中提到，2016 年底，分众传媒将开始大范围 LCD 屏幕改造工程，由此我们假设 2016 年互联网+业务可以带来 10%的额外增速，2017 年和 2018 年将是全面铺开新业务的爆发期，将分别带来 30%、20%的额外增速。之后由于竞争者的进入等因素，额外增速逐渐回落，2019 年起三年为 10%，2022 年起的四年为 5%。

由以上关键假设为前提，计算其未来十年的新业务所带来的额外利润。如表 19 所示。

表 19 新业务额外利润序列

年份	传统	传统+互联网	额外利润
2016	4,328,172,713.53	4,667,072,713.53	338,900,000.00
2017	5,527,612,581.34	7,360,551,666.76	1,832,939,085.41
2018	7,059,445,838.17	10,872,446,385.47	3,813,000,547.30
2019	8,471,335,005.80	14,134,180,301.10	5,662,845,295.30
2020	10,165,602,006.96	18,374,434,391.44	8,208,832,384.47
2021	12,198,722,408.36	23,886,764,708.87	11,688,042,300.51
2022	13,418,594,649.19	27,469,779,415.20	14,051,184,766.00
2023	14,760,454,114.11	31,590,246,327.48	16,829,792,213.36
2024	16,236,499,525.52	36,328,783,276.60	20,092,283,751.07
2025	17,860,149,478.08	41,778,100,768.09	23,917,951,290.01

对新业务的利润创造进行贴现，需要得到分众传媒的加权平均资本成本 (WACC)

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times R_E + \frac{D}{E+D} \times R_D \times (1-T)$$

其中，D 代表公司债务价值，E 代表公司权益资本价值， R_E 代表权益资本成本， R_D 代表债务资本成本，T 代表企业所得税率，取 T=25%。

债务资本成本=短期负债比例×短期借款利率+长期负债比例×长期负债利率

其中，短期负债成本以同行业短期融资券利率 4.024% 计算，长期负债成本以同行业中期票据利率 5.644% 计算，各项比例使用最新一期公布的资产负债表计算。

权益资本成本使用资本资产定价模型 CAPM 进行估算，公式为：

$$r = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

其中， r_f 使用最新 10 年期国债利率 2.8061% 计算； β 使用分众传媒退市前三年（2010~2012 年）数据计算，为 1.12267； r_m 使用纳斯达克市场收益率 8.009% 计算³。

计算其 WACC 如表 20 所示：

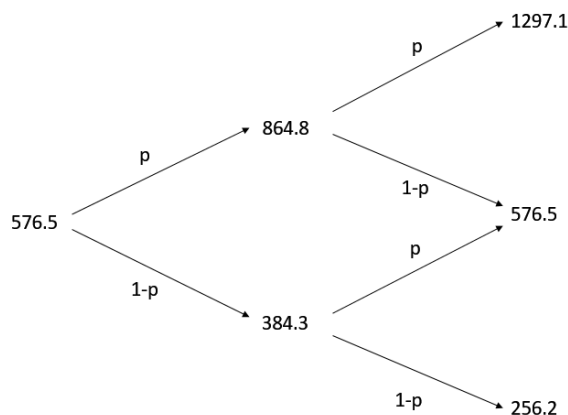
表 20 分众 WACC 计算

权益资本成本	债务资本成本	加权平均资本成本
0.08647781	0.040405635	0.066462932

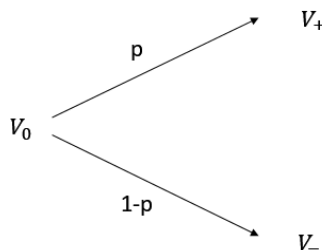
使用上面计算的 WACC 对其新业务额外收益进行贴现，得到现值为 57,651,252,812.81 元。分众传媒近年来平均成本率约为 65%，在这里假设新业务额外投资成本为 65%，所以持续投资成本为 37,473,314,328.33 元。

投资于该项目就像一个看涨期权，以五年为一个周期，在十年内 T=2，执行价格为成本 374.7 亿元，标的资产是未来预期现金流 576.5 亿元的求偿权。假设推广阶段的不确定性导致该项目未来现金流在一个周期内上升或下降的因子为 $u=1.5$ ， $d=0.67$ ，该项目的价值二叉树如下图：

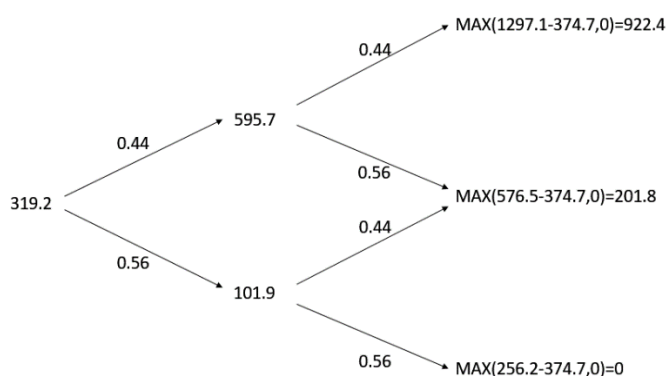
³ 由于分众传媒在 A 股上市时间太短，市场数据过少，所以，此处采用分众传媒在纳斯达克市场的数据来代替。



由二叉树期权定价模型，通过无套利思想构造一投资组合，使其损益状态与看涨期权完全一致，可推导出风险中性条件下其上升概率 $p = \frac{1+r-d}{u-d}$ ，下降概率为 $1-p$ 。



因此，该项目的 $p=0.44$, $1-p=0.56$ 。损益情况如下图所示：



如上图，在右下方的情况中，项目被终止执行。因此，最终对该项目的估值结果为 2015 年底贴现值为 31,917,917,564.57 元，与第一部分估值结果之和为 71931793621.94 元。也即我们认为分众传媒目前的合理估值在 719.3 亿元左右。

4.5 估值小结

回归初期在各种概念炒作以及传媒行业平均 70 倍市盈率的比价效应影响

下，分众股价短暂摸高至 2600 亿左右，但结合我们的估值和公司实际情况来看，并不足以支撑 2600 亿的高市值。很快便下跌并稳定到 1400 亿左右的市值。该市值至少从财务指标上看仍是较高的，但是考虑到 A 股尚未实现注册制，股票资源较为稀缺，估值体系很不完善，且分众传媒可以说是中概股回归中的佼佼者，加上概念炒作等因素，分众传媒 1400 亿的市值还是可以解释的。相较于暴风科技等天花板上的“妖股”，分众传媒的股价还是能够得着地面的。

更重要的是，高估的股价也正是分众传媒回归 A 股的根本原因，目前来看，其回归 A 股的跨市场套利行为取得了阶段性胜利。能否保持该估值并成功再融资，才是后期检验分众传媒回归 A 股成功与否的关键。

从上面的估值可以看出，针对分众传媒传统业务的估值结果为 400.1 亿，较为接近于分众借壳时的对价 457 亿。而在其上市后股价一度摸高至 2600 亿，稳定于 1400 亿左右（近 30 日市值均值为 1400.02 亿元），即使股价经历过“过山车”式的下行，市值仍明显高于支付对价，更别不用说在美国市场进行私有化时的 200 多亿市值。那这多出来的市值究竟是纯粹的跨市场套利还是真实的价值增值？下面分三个方面进行讨论：

首先，在美国市场，除去上市前两年的“蜜月期”，分众传媒大部分时间过得并不如意，除了水土不服导致 SEC 不断刁难外，浑水研究等做空机构也曾对其下手，其股价长期处于低估状态，前面的估值结果也印证了这一点（2006 年后市值相较于估值开始明显下滑）。享受 A 股“亲生”的市场估值也是其回归的主要原因。这可以解释其回归后 400.1 亿的估值部分。因此，分众传媒在纳斯达克私有化时的估值，是低估的。

其次，在其回归 A 股市场的前夕，实际控制人江南春对市场画出了包含 O2O、“互联网+”等新概念的大饼，而且通过与百度、阿里巴巴、腾讯以及 360 等互联网巨头的合作，新业务模式的效果出现端倪，至少并不是纯粹的套用概念炒作。基于此，在估值的第二部分，利用二叉树期权定价模型，将该新业务模式视为成长期权进行估值，结果为 319.2 亿元。这部分是回归后全新的价值增值，回归 A 股上市，获得合理定价和充足融资是推进这部分新业务的实施的关键，可以说是分众回归 A 股市场所创造的价值。

最后，回归初期在概念炒作以及传媒行业平均 70 倍市盈率的比价效应影响

下，分众股价短暂摸高至 2600 亿左右，但结合我们的估值和公司实际情况来看，并不足以支撑 2600 亿的高市值，很快便下跌并稳定到 1400 亿左右的市值。该市值高于我们 719.3 亿的估值，但是考虑到 A 股尚未实现注册制，股票资源较为稀缺，估值体系很不完善，且分众传媒可以说是中概股回归中的佼佼者，加上概念炒作等因素，分众传媒回归到 A 股，可以适当享受一定程度的估值溢价。

根据我们的估算，分众传媒的市值中，可以分为三部分：其一是传统业务估值，大约是 400 亿元，这部分估值，基本在评估公司评估时得到了相应的反映；第二部分是新兴业务的估值，这部分价值约为 319 亿，它支持着 A 股市场对分众传媒较高的股价，包含着对分众传媒未来的期待，前两部分估值合计 719 亿元，基本代表了分众传媒的内在价值；第三部分是跨市场套利带来的溢价，根据目前分众传媒 1400 亿元的市值，这部分为当前市值减去两个部分的差，反映了中美两国市场投资者对分众传媒不同的态度，中国 A 股市场放大了分众传媒 719 亿的内在价值（差不多放大了 1 倍），而纳斯达克则低估了分众传媒 719 亿的内在价值（差不多只给了 1/3 多的市值，200 多亿）。因而，分众传媒回归 A 股，是一个合理的资本运作，是寻求估值正常甚至适当高估的正确选择。

分众传媒各个部分的估值以及所占比重如图 23 所示：

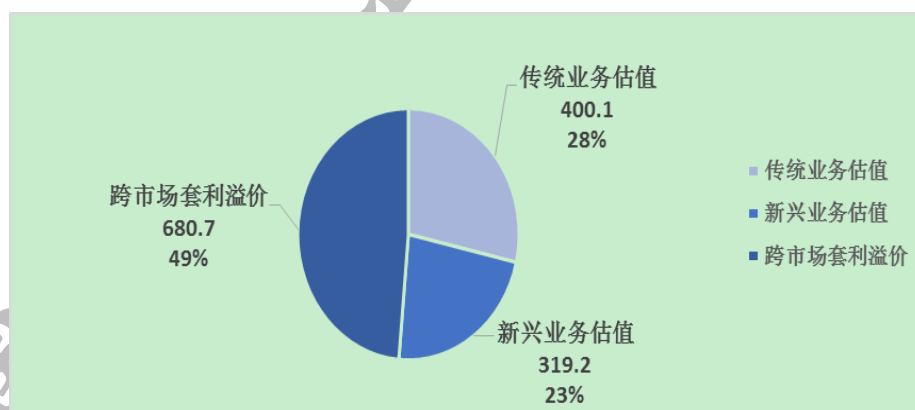


图 23 分众传媒估值结构

未来，回到本国的分众传媒，如果能够用好资本市场，则可以进一步依托本国资本市场为其企业提升价值，加快分众传媒的发展。结果会如何，有待于未来事实的检验。

5. 分众传媒借壳七喜控股，对于双方股东的利益有何影响，双方股东的利益得失如何？请加以分析。

下表列示了本次交易对双方股东的影响。其中，七喜控股原股东中持有流通股者，在统计的近四个月的跨度内由于交易原因而无法核算具体收益。

由此不难看出，即使是在 2015 年下半年 A 股的惨淡行情之中，分众借壳七喜仍是一桩让各方投资者赚得盆满钵满的划算交易。借壳后的七喜控股，股票市值竟一度高达 2600 亿，惊艳了整个资本市场。

表 21 所列示的，是各家股东表面上的所得，貌似共赢，但实际上，七喜控股出让的是原有的不良资产以及相对其不良资产而言并无实际价值的壳资源，但是换来的是分众传媒优质资产的股份，这是真正的利益提升。

表 21 分众借壳对交易各方影响

	重组方案公告日 2015年9月1日	新增股份上市日 2015年12月29日	财富变化
原分众传媒全体股东	分众传媒100%股权评估价值为4,587,107.91万元，经双方友好协商，实际作价4,570,000.00万元	持有七喜控股3,813,556,382股，以当日收盘价计市值172,410,88.40万元，另获现金补偿493,020.00万元，合计177,341,08.40万元	增值288.05%
七喜控股原实际控制人易贤忠及其父亲	持有129,677,598股，以当日价格（停牌期间）13.68元/股计，总值1,773,98.95万元	持有129,677,598股，以当日收盘价计市值5,862,72.4,2万元	增值230.48%
分众传媒董事长、重组后七喜控股实际控制人江南春	持有分众传媒26.74%股权，作价1,222,018.00万元	持有七喜控股24.77%的股权，市值4,609,188.10万元	股权价值增值277.18%

对于分众传媒，实际的借壳成本分为两部分，一部分是对 8.8 亿不良资产的置换，另一部分是分众传媒原股东持股比例的稀释（例如，并购前后江南春的持股比例从 26.74%下降至 24.77%）。此外，为了对分众传媒的控股股东 FMCH 支付现金偿还私有化时的负债，七喜控股发行了 252,525,252 股，发行价格 19.80 元/股，募集配套资金净额为 4,860,797,464.35 元，非公开发行完成后，江南春的持股比例从 24.77%进一步下降到 23.34%。

表面上看，分众借壳七喜的过程中，并没有为壳资源而支付额外的费用，其付出的成本主要就是股权的稀释。以实际控制人江南春为例，借壳前后他的股权比例从 26.74%稀释到 23.34%，与 2015 年的其他一些相似的借壳案例相比，这一稀释程度是相当之低的（参见表 22，表中列示了类似一些借壳案例的股权稀释

比例)。

表 22 其他借壳案例稀释比例

名称	第一大股东或实际控制人	借壳前持股比例	借壳后持股比例	稀释部分
友搏药业借壳九芝堂	李振国	51.59%	42.33%	9.26%
台海核电借壳丹甫股份	王雪欣及其一致行动人	59.43%	43.55%	15.88%
广汇汽车借壳美罗药业	广汇集团	44.25%	33.45%	10.80%
分众传媒借壳七喜控股	江南春	26.74%	23.34%	1.97%

但是，由于分众传媒相对于七喜控股资产的倍数相当大，所以即使小比例的稀释，也代表着巨大的金额。下面，我们对分众传媒借壳的真正成本进行估算。

我们根据最后形成的分众传媒上市公司中各方股东的利益来进行核算，我们假定此时分众传媒的价值是之前我们估算的 719 亿元(我们避免用市值来计算分众传媒的价值，因为市值不稳定，且绝大部分股东目前限售)。

第一类股东是七喜控股的原股东，他们获得了新公司中 6.92% 的股份，按照 791 亿元计算，此部分股权价值为 54.74 亿元，他们付出的成本是之前的七喜控股 100% 的股权，按照 2015 年 4 月 30 日至 9 月 1 日停牌期间的价格 13.68 元计算，这部分股权价值为 41.36 亿元，因此，原七喜控股股东获益 32.36%。需要说明的是，此处采用的 13.68 元的价格，已经包含了市场对七喜控股重组的预期，七喜控股的股价从 2015 年年初的 7 元多开始，已经几乎涨了一倍，所以，七喜控股原股东的实际获利比我们此处估算的会更大。

第二类股东是分众传媒的原股东。他们用原有的分众传媒的股权换来了新公司的股权，权益有所稀释。这部分稀释，是分众传媒借壳最大的成本所在。

分众传媒的原股东分为两类：一类是 FMCH 公司持有的分众传媒的股权，这部分股权是股份调整的结果，目的即为借壳支付和偿还贷款。原先分众传媒的控股股东透过 FMCH 控股分众传媒，后来平行转移调整为分众传媒的直接股东⁴，剩余的 FMCH 的作用在于：1. 接纳七喜控股置换出来的资产；2. 获得 49 亿人民币现金，偿还当初私有化时的银团贷款，两部分合计代价为 11% 分众传媒的股权。

另一类股东是分众传媒真正的股东，即剩下的分众传媒 89% 股权的股东，他们获得了 381,366.64 万股七喜控股新发行股份，在新公司中占有 87.30%，换算

⁴ 参考案例正文第 4 部分股权结构进一步调整。

成新公司的价值，约为 690 亿元，减少了约 100 亿元，这个就是分众传媒借壳真正的成本所在，所以，与一般理解不同的是，我们认为借壳上市的成本相当高。市场中常见的观点是分众传媒通过借壳获得了价值的翻倍增长，即从 457 亿元增长到 1200 亿元。观点不同之处在于：其一，1200 亿元的市值是所有目前分众传媒股东所享有的，不是原来分众传媒股东目前的价值；其二，目前分众传媒股东持有的是限售股，不能按照当前低流通盘状态下的市价进行估值（截止 2016 年 4 月 25 日，分众传媒可流通股 2.05 亿股，仅占总股本 43.68 亿元的 4.69%）；其三，即使将来可流通，对于核心控股股东江南春等人，也不会轻易出售自己的股权。

第三类股东是最后通过认购非公开发行股份而进来的股东，这部分股东出价 50 亿元，获得 2.525 亿新公司股份，占股比例为 5.78%。这部分股权的价值约为 45.73 亿元，与认购成本 50 亿元相比，略有损失（-8.55%），但是，如果市场对分众传媒依然保持乐观（蜜月效应），且分众传媒业务继续往上，这部分股东应该能够在解禁后出售股份获利（可以参考按照 1300 亿市值估算的结果，会盈利 50.30%）。

表 23 计算了在分众传媒估值 791 亿元的假设下，三方股东的利益状态。

表 23 分众传媒借壳七喜控股，各类股东的利益得失（按内在价值 791 亿估算）

变动日期	2016-04-15	2015-12-29	2015-06-30
总股本(存量股)	4,368,416,750.00	4,115,891,498.00	302,335,116.00
备注	增发 2	增发 1	原股东
股东性质	非公开发行新进股东	分众传媒原股东	七喜控股原股东
股权数	252,525,252.00	3,813,556,382.00	302,335,116.00
所占比例	5.78%	87.30%	6.92%
折合价值(亿元)	45.73	690.53	54.74
成本(亿元)	50	791	41.36
价值增值(减值)(亿元)	-4.27	-100.47	13.38
价值增值(减值)的比例	-8.55%	-12.70%	32.36%

表 24 计算了按照分众传媒 1300 亿元市值估算的三方股东的利益状态。

24 分众传媒借壳七喜控股，各类股东的利益得失（按市值 1300 亿估算，即股价 30 元左右）

变动日期	2016-04-15	2015-12-29	2015-06-30
总股本(存量股)	4,368,416,750.00	4,115,891,498.00	302,335,116.00
备注	增发 2	增发 1	原股东
股东性质	非公开发行新进股东	分众传媒原股东	七喜控股原股东

股权数	252, 525, 252. 00	3, 813, 556, 382. 00	302, 335, 116. 00
所占比例	5. 78%	87. 30%	6. 92%
折合价值（亿元）	75. 15	1134. 88	89. 97
成本（亿元）	50	791	41. 36
价值增值（减值）（亿元）	25. 15	343. 88	48. 61
价值增值（减值）的比例	50. 30%	43. 47%	117. 53%

根据以上的分析，我们得到结论是：七喜控股原股东是绝对的利益获得者；分众传媒原股东稀释了部分的股权，这部分股权价值相对较大，约为 100 亿元，如果考虑到 2015 年 4 月 FMCH 转让了分众传媒 89% 的股权，FMCH 由此向分众传媒所在地的税务机关缴纳约 40 亿元的所得税，这使得分众传媒回归借壳的成本进一步上升；新进的非公开发行认购者支付的对价约等于分众传媒的内在价值，他们将视市场的乐观或者悲观而得利或损失。

当然，分众传媒私有化总计花费约 37 亿美元（折合人民币约 220 亿元），而现在这部分股权即使从内在价值计算，也值 791 亿，分众传媒原股东从这个角度看获利颇丰，是三倍多的获利，但是，必须明确的是，这部分的获利，来自于分众传媒原股东对美国市场不正确估值的纠正，而不是来自于借壳，就借壳本身而言，分众传媒是在损失价值。

6. 如果从监管角度考虑，分众传媒海归、借壳上市这一过程，有什么需要监管当局反思的制度安排吗？请加以分析。

这个问题没有标准答案，值得去分析的制度缺失会有很多，应启发学生深入思考。以下内容只是作为启发思考之用。

其一：分众传媒当初选择海外上市，反映了我国资本市场建设的相对滞后，类似海外上市的中概股很多，比如号称 BAT 三家的百度、阿里巴巴和腾讯，这些公司代表了我国经济的未来，而且已经牢牢地在国内垄断了新经济产业，但是这些公司都只能在海外上市，而且大部分的股权都属于外资，虽然它们的利润几乎 100% 来自中国。这不得不说是因为资本市场制度建设的滞后，我们损失了最重要的未来公司。

其二：分众传媒选择借壳上市，而不能走 IPO 途径，也反映了我国监管当局在 IPO 方面制度建设的滞后。由于不能 IPO，分众传媒只能选择借壳上市，借壳过程中，稀释了自己的股权价值。如果采用 IPO 方式上市的话，虽然也会稀释部分的股权，但是对应的是分众传媒可以得到相应的融资，这是等价交换。现在，

分众传媒借壳上市，虽然付出了股权，但是得到的只是上市地位，利益流向了七喜控股原股东，这是不等价交换，是利用制度缺失进行的剥削，这也导致了我国很多上市公司即使经营不善，还能凭借稀缺的壳资源寄生于资本市场。所以，迫切希望我国尽快推出股票发行的注册制，使得资本市场能够按照其自由的内在规律运行，而不是被人为地扭曲。

五、关键点

1. 关键点：本案例结合公司上市、并购的相关理论对上市地点选择、途径选择（IPO 还是借壳）等决策进行了详细的解析，通过该案例的学习，可以了解公司上市、并购等资本运作的基本要素，学习结构设计、并购对象选择、估值、支付安排、引入战略投资者和财务投资者等一系列的知识点，期望能在未来遇到公司上市或者借壳并购案时能够做出正确的策划、估算和决策。

2. 关键知识点：本案例所涉及的知识点主要包括：公司上市地点选择、上市地点对估值的影响、IPO 与借壳的比较、借壳过程中壳公司的选择、并购过程中股权结构和融资结构的安排、并购/借壳过程中的价值估算、对价支付方式等。

3. 能力点：分析与综合能力、理论联系实际的能力、财务分析技术、资本运作策划能力。

六、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，以下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在两节课即 90 分钟。

课前计划：提前一周（即在上次课结束后）将案例正文发送给学生阅读，完成学生的分组，一般四到五人一组，分四组左右，并将前述的 6 个启发思考题分解给各组，请学生在课前完成案例正文的阅读，并形成初步思考，完成简单的 PPT。

课中计划：

a. 由教师课堂前言，对案例简单介绍，并明确本课时需要完成的任务。用时：5 分钟。

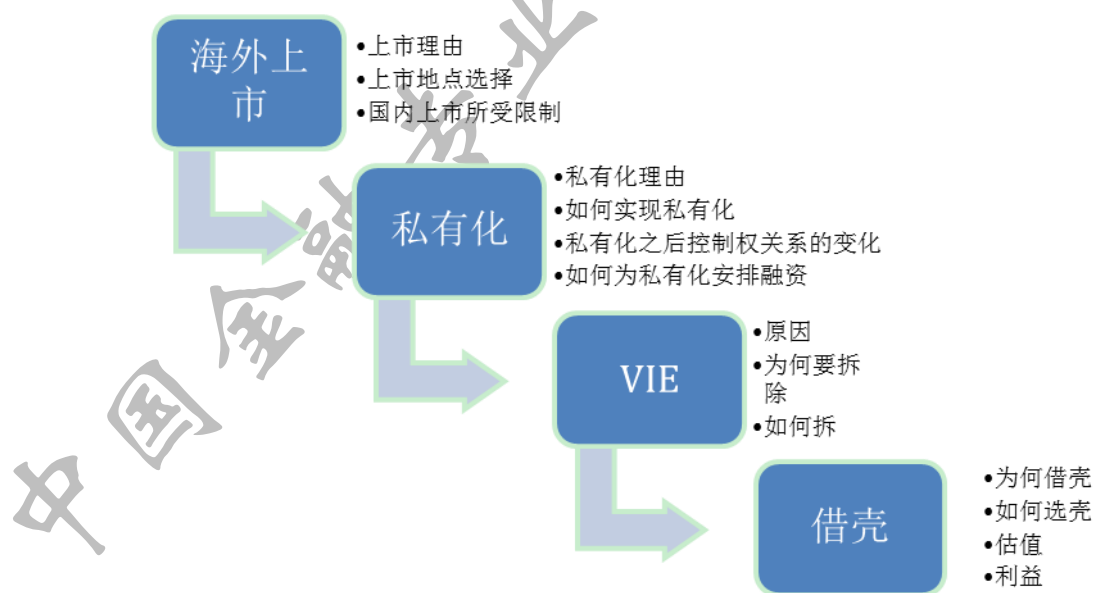
- b. 小组分组发言(每组 10 分钟)，幻灯片辅助。用时：40 分钟。
- c. 由教师对各组的发言进行简要评述、补充和打分。用时：10 分钟。
- d. 由教师引导，对重点问题分组辩论，辩题为：（1）分众传媒是否应该回归 A 股市场？（2）分众传媒选择借壳作为上市的途径，是否优于 IPO？每个辩题由两个小组参加，分别代表正反双方论点，一共四个小组。用时：20 分钟。
- e. 引导全班进一步讨论，并进行归纳总结，为各小组最终打分（发言环节 60%，辩论环节 40%）。用时：15 分钟

课后计划：请学学生思考提出对本案例的其他解决方案，并与案例中的解决方案进行对比，看看谁的方案更好，分小组写出案例分析报告(1000-1500 字)；如果对此案例有兴趣跟踪，建议联系案例作者或企业负责人，进行深入研究。明确具体的职责分工，为后续章节内容做好铺垫。

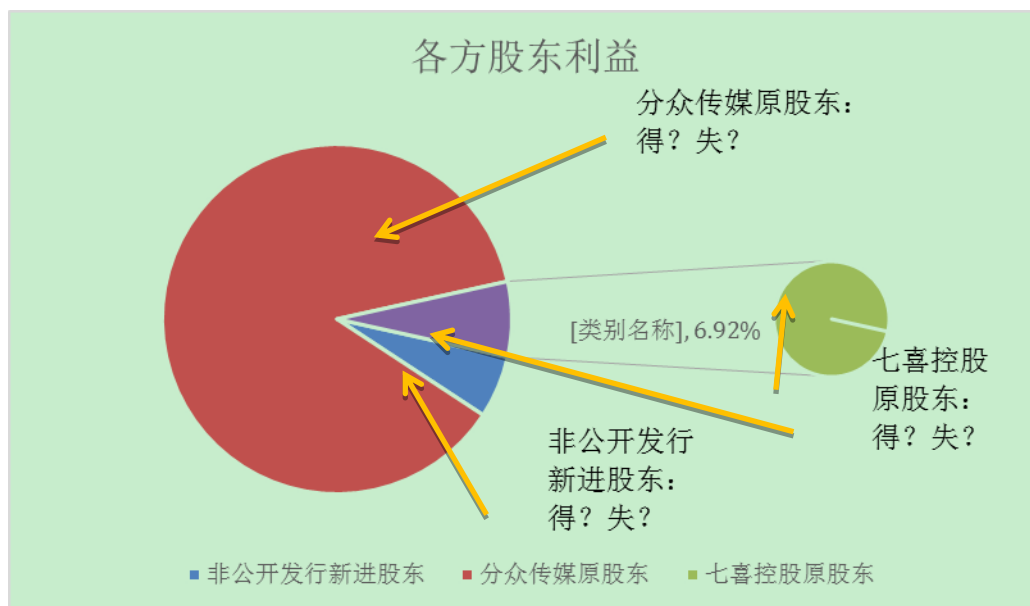
本案例教学板书参考：

本案例教学板书计划由三块黑板组成：第一块针对整个资本运作的过程；第二块用于讨论各方利益得失；第三块用于小组辩论。

第一块板书：各段进程的要点



第二块板书：各方利益的博弈



第三块板书：道理越辩越明

辩题1： 分众传媒应该回归A股市场	辩题2： 借壳优于IPO
<ul style="list-style-type: none"> • 正方： <ul style="list-style-type: none"> • 理由1 • 理由2 • 等等 • 反方： <ul style="list-style-type: none"> • 理由1 • 理由2 • 等等 	<ul style="list-style-type: none"> • 正方： <ul style="list-style-type: none"> • 理由1 • 理由2 • 等等 • 反方： <ul style="list-style-type: none"> • 理由1 • 理由2 • 等等

（案例使用说明字数：19,979）

参考资料：

1. 分众传媒 2015 年年报，通过万得资讯系统下载。
2. 七喜控股 2014 年年报，通过万得资讯系统下载。
3. 七喜控股股份有限公司重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告，通过万得资讯系统下载。
4. 七喜控股股份有限公司重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产并

募集配套资金暨关联交易之募集配套资金非公开发行股票发行情况报告及上市公告书，通过万得资讯系统下载。

5. 互联网上关于分众传媒借壳上市的各项报道材料。
6. 分众传媒公司的网页：<http://www.focusmedia.cn/>
7. 马晓军. 投资银行学：理论与案例（第二版）. 机械工业出版社. 2014 年 9 月.
8. 戴维帕·斯托厄尔. 投资银行、对冲基金和私募股权投资. 机械工业出版社. 2013 年 4 月.
9. 萨德·苏达斯纳. 并购创造价值（第二版）. 中国人民大学出版社. 2013 年 6 月.

附录

附录 1

分众传媒私有化过程中，Giovanna Acquisition Limited 与 FMHL 合并的具体方案为：江南春及其控制的实体持有的 129,122,265 股 FMHL 股份及限制性股份单位无对价注销，并以每股 0.001 美元认购 309,074 股 GGH 股份（对应估值相当于 710,172,457.50 美元），占合并交易完成后 GGH 股权比例的 31%；同时，江南春及其控制的实体将 7,272,730 股 FMHL 股份以每股 5.5 美元注销并获得 4000 万美元。复星国际将其持有的 72,727,275 股 FMHL 股份无对价注销，并以每股 0.001 美元认购 174,084 股 GGH 股份（对应估值相当于 400,000,012.50 美元），占合并交易完成后 GGH 17.46%的股权（由 Glamorous Sky Limited 持有），复星国际剩余 38,350,945 股 FMHL 则以每股 5.5 美元对价注销并获得约 2.1 亿美元。分众传媒部分高管以其持有的 1,285,020 股 FMHL 限制性股份作价 700 万美元置换为 GGH 相应股份。其他所有公众股东持有的股份均以每股 5.5 美元注销并获得相应现金对价。

附录 2

私有化完成后 GGH 的股权调整：第一，GGH 向公司管理层增发了股份（但后期为借壳上市，GGH 又向除 Frame Up Limited 之外的公司管理层回购了 GGH 全

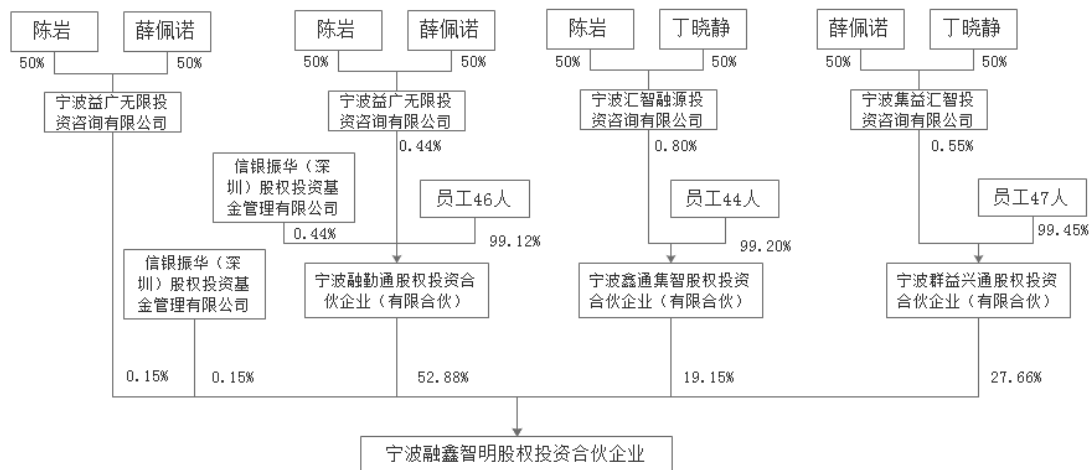
部股份)。第二, GGH 通过 JJ Media 转让老股东, 引入新投资人 HGHL Holdings Limited 和 Flame Venture Limited。第三, JJ Media 将其持有的 GGH 全部股份转给 Media Global Management Limited (由江南春实际控制)。这是因为虽然通过协商, 有必要以 JJ Media 转让老股东的方式引入新投资人, 但江南春仍想保持对这家股东公司的高度控制, 于是另起炉灶。

附录 3

2015 年 4 月, 将海外 FMHL 的股权结构“平行下移”至分众传媒的股权调整方案。FMCH 将其全资子公司分众传媒的股权做如下处理: (1) 23.7950% 的股权以人民币 10,707,731,052.63 元转让于 Media Management (HK); (2) 17.5427% 的股权以人民币 7,894,235,131.58 元转让于 Giovanna Investment (HK); (3) 17.5427% 的股权以人民币 7,894,235,131.58 元转让于 Gio2 (HK); (4) 15.5177% 的股权以人民币 6,982,956,710.53 元转让于 Glossy City (HK); (5) 8.7714% 的股权以人民币 3,947,116,973.68 元转让于 Power Star (HK); (6) 2.7858% 的股权以人民币 1,253,598,157.89 元转让于 HGPLT1 (HK); (7) 1.9398% 的股权以人民币 872,889,868.42 元转让于 CEL Media (HK); (8) 0.9698% 的股权以人民币 436,424,210.53 元转让于 Flash (HK) 以及 (9) 0.1351% 的股权以人民币 60,812,763.16 元转让于 Maiden King Limited。

附录 4

在 2015 年 5 月受让股权的珠海融悟等 36 名境内机构投资者中, 较为特殊的是宁波融鑫智明股权投资合伙企业。该企业有限合伙人的股东包括陈岩、薛佩诺和丁晓静等三名分众传媒管理层人员, 以及其他 137 名分众传媒员工。因此, 该企业即为分众传媒的员工持股实体。其具体股权结构如下:



附图 1 宁波融鑫智明的股权结构