

PDF-CASE2016012

中概股分众传媒强势回归，借壳上市创资本传奇¹

案例正文

摘要：分众传媒作为一家主营生活圈媒体开发和运营的传媒企业，有着“中国传媒第一股”的美称。本案例主要围绕分众传媒从 2005 年赴美上市到借壳回归 A 股的资本之路展开，讨论了分众在美遭遇到的困境、中概股的退市私有化、VIE 架构的拆除、一波三折的借壳上市等问题。分众传媒在壳公司的选择上以“闪电改嫁”这种独特的方式令资本市场为之一惊，在准备借壳 B 计划上面，堪称楷模。作为第一家完成从境外退市、并在境内独立上市的成功案例，为后续的中概股回归浪潮树立一个新的标杆。分众传媒的资本之路案例，既流程复杂，又颇典型，对于私有化、红筹回归、借壳上市都有着很好的借鉴价值。

关键词：分众传媒；红筹架构；中概股回归；退市私有化；借壳上市

0 引言

2005 年 7 月 13 日，成立仅仅两年的分众传媒登陆纳斯达克，募集资金 1.7 亿美元创下了当时中概股在纳斯达克上市之最。上市后的分众传媒不断拓展业务、扩大公司规模，凭借着 2005 年至 2007 年近 60 起令人眼花缭乱的收购，股价一度冲高至 66.30 美元。随着 2008 年经济危机到来，分众业务受到较大影响，虽然在财报上分众还拥有盈利能力，但在美股市场上分众却挡不住美国经济衰退

-
1. 本案例由东北财经大学金融学院的田杰敏、王敏撰写，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。

的冲击。到 2009 年 3 月 11 日，分众传媒盘中开出 4.84 美元的低价，相比历史最高价，跌幅约为 92.70%。屋漏偏逢连夜雨，2011 年 11 月 22 日，中概股分众传媒遭遇美国做空机构浑水“突袭”，当日收盘暴跌 39.49%，一夜间，市值蒸发 13.6 亿美元。在舆论的漩涡中，分众传媒的管理层萌生出退市私有化的想法，在 2013 年 5 月 25 日这天，分众传媒董事长江南春以 35.5 亿美金的 MBO 交易价格，结束了和纳斯达克长达八年的恩恩怨怨。至此，分众传媒开启了它的 A 股上市之旅……

1 分众传媒简介

分众传媒集团（Focus Media），成立于 2003 年 5 月，开创了中国最大的生活空间媒体网络，正致力于成为国内领先的 LBS 和 O2O 媒体集团。其媒体业务包括中国楼宇电视网络、中国社区海报网络、中国城市影院网络、中国卖场电视网络，围绕主流城市主流人群的工作空间、生活空间、娱乐空间、消费空间整合成为中国最大的生活空间媒体网络。分众的商业模式是围绕消费者的生活轨迹，通过三大屏（手机、电脑和户外液晶屏），为客户提供精准营销服务。目前，分众传媒所经营的媒体网已经覆盖 100 余个城市、数以 10 万计的终端场所，日覆盖超过 2 亿的都市主流消费人群，在业内已成为中国都市最主流的传媒平台之一，效果被众多广告主所认同肯定。

从创立到美股上市，分众花了两年零两个月。上市后获得的是巨大发展机会，凭借在国内多个收购项目的展开，分众传媒的股价水涨船高，未来一片光明。上市六个月后，分众宣布完成对框架媒介的收购，四天之后又以 3.25 亿美元合并聚众传媒，业务跃居国内楼宇视频传播媒体第一名。2006 年 7 月 31 日收购影院广告公司 ACL，后更名为分众传媒影院广告联播网，标志着分众正式进军院线广告业务。2007 年 3 月，花费 2.99 亿美元收购好耶，此举被看作是分众进军互联网的门票。12 月，分众传媒又以高溢价劫下了已完成上市路演的玺诚传媒，现金收购金额达 1.684 亿美金。就在同年，江南春对外宣称分众传媒是国内第二传媒集团，甚至有传言称分众将会收购新浪，完成国内传媒业务的反向收购。2007 年 12 月 24 日，分众传媒正式被计入纳斯达克 100 指数，成为赴美资本市场上第一只中国广告媒体股。

回顾分众传媒上市的三年，江南春以霸气的姿态并购了超过 60 家公司，将分众传媒推向了楼宇广告行业顶峰，并赢得了强大的楼宇广告定价权。同时，分众传媒的战略蓝图也从楼宇扩大到框架，从影院扩大到手机，从卖场扩大到互联网。“为什么其他的中国互联网公司能有好几十倍的市盈率，而我们只有 15 倍？”江南春说，他和分众陷于嫉妒之中。分众急切地寻求“中国最大的数字媒体集团”的概念，试图把 LCD 户外屏幕、互联网广告、移动互联网新媒介等诸多元素全部装入，以讨好投资者，博取高市值。公司经营多元化的背后，让人们不禁开始思考，1+1 真的大于 2 吗？

2008 年 3.15 晚会上分众传媒垃圾短信遭到曝光，分众无线业务关停。董事长江南春事后分享过他对分众一系列资本运作的得失反思，他表示：“分众过去的快速扩张是因为眼红别人，收购的目的就是错的，是为了市值，为了企业家的野心。”这段看似调侃的话语背后，是对分众后来经历的重大危机的沉痛总结。

2008 年 12 月 22 日，新浪网以增发 4700 万股普通股的方式，收购同在纳斯达克上市的分众传媒旗下主要户外广告资产，交易总额达 13.74 亿美元，成为当时中国新媒体最大收购案。比起 2007 年还曾意气风发的分众，此时，它的命运却不能掌握在自己手中。饱受煎熬与困境的分众得到的是商务部反垄断审查通告，由于有行业垄断可能，商务部开始介入收购案，并于 2009 年 9 月份该计划流产。虽然惊险地度过了被收购的危机，分众接下来的日子并不好过。由于金融危机的影响，国内经济低迷，又发生了建国以来破坏力最大的汶川地震，分众传媒的业务受到严重冲击。2009 年分众财报显示，全年亏损 2.208 亿美元，其中第三季度的业务重组亏损 1.276 亿美元。此时，分众传媒重新聚焦主业，并于 2010 年出售了好耶，宣布进军互联网失败。当年四季度，出售好耶带来的 7900 万美元的净利润让分众传媒的季报数据十分漂亮。其股价也逐步反弹至 20-30 美元的区间。

2. 浑水风波导致的中概股危机

2.1 中概股简介

中概股，中国概念股的简称，是指在海外注册和上市，但最大控股权或实际控制人直接或间接隶属于中国内地的民营企业或个人的公司。中国企业在海外上

市，曾经是荣耀、财富与成功的象征。由于美国资本市场较为成熟，具备完备的证券市场分层体系，银行、证券监管体制健全，金融服务全面，国际投资者参与比例大等特点，它成为我国企业境外上市融资的主要集中区域。中国企业在美国资本市场上市主要有两种途径：通过 IPO 上市和通过反向收购转板上市。自 2005 年起，有超过 500 家中国企业在美国成功上市。最新数据显示，美股的中概股板块成分股上市公司共计 215 家。总体来讲，中国企业赴美上市经历了如火如荼的上升期，也呈现了近来新股数量锐减、股价表现欠佳的低潮期。

2010 年 6 月是一个临界时间点。2010 年 6 月以前，在近 14 亿人口的推动下，中国经济保持着空前的发展速度，利润高、发展快、潜力好的优质公司数不胜数，这对世界其他地区的投资者来说，具有强大的投资吸引力。当时，赴美上市的中国企业都能得到合理的估值。自 2010 年 6 月开始，美国证券市场的中概股陷入了一场前所未有的信任危机。有关中概股“停牌”、“退市”、“涉嫌财务造假和欺诈”、“遭遇集体诉讼”等新闻持续地占据着各大财经媒体经济版面的标题，对投资者产生了巨大的负面影响。美国证券交易委员会（SEC）开始调查包括借壳上市公司的会计审计等相关问题。在这种背景下，许多遵守 SEC 规定且业绩良好的中国上市公司也遭遇了“有罪推定”，遭遇以浑水机构为代表的做空机构的猎杀，股价一路狂泻。分众传媒与浑水机构的五次交锋就是一个很好的例证。

2.2 浑水公司简介

兵法三十六计有云：“乘其阴乱，利其弱而无主。随，以向晦入宴息。”人们称之为“浑水摸鱼”。2010 年 6 月 28 日，美国人卡森·布洛克在香港九龙尖沙咀注册了一家名叫“浑水”（Muddy Waters Research）的公司。该公司主页上写着这样一句话：“中国成语有云，浑水摸鱼，亦称为‘不透明产生敛财契机’。”卡森似乎对这句中国兵法理解得相当深刻，并于公司成立当日，发布了关于东方纸业的质疑报告。48 小时内，东方纸业的股价下跌 55%。尽管后来东方纸业为此展开独立调查，但股价却再也没回到原来的位置。这次“浑水摸鱼”的成功，让卡森开始对做空中国概念股乐此不疲。

在美国，类似浑水这样的卖空机构数不胜数。这类公司的卖空流程一般如下：首先，选定做空目标。容易成为猎杀目标的中概股基本有如下特征：相对较高的股价，为做空提供足够的获利空间；未聘用四大会计师事务所等信用良好的机构

为其提供外部审计服务；公司高管团队频繁变动，特别是出现 CFO 辞职的情况。随后，卖空者提前从股票经纪商处借入目标公司的股票并卖空。其后，卖空者发布自己撰写的质疑性研究报告，以期市场上的其他投资者作出反应，卖出股票，导致股票价格下跌。最后，卖空者以低价买入股票并还给股票经纪商，实现平仓。浑水公司最成功的一次就是对绿诺科技的猎杀，也正是这次猎杀，让浑水公司名声大噪。它在 2010 年 9 月开始质疑绿诺科技，并致使其承认财务造假，最终被交易所勒令退市。此后，浑水机构成功猎杀的公司还有中国高速传媒、多元水务、展讯通信、嘉汉林业等。

2.3 箭指分众传媒

卡森曾说：“如果一样东西看上去极其完美，那就值得怀疑，中国亦如此。”分众传媒就是这样一家看上去极其完美的公司。2011 年 11 月 21 日，浑水抛出了它对分众传媒的第一份做空报告，称分众存在夸大 LCD 显示屏数量和效果、通过虚假或问题收购及财务操作使内部人员获益并侵害股东利益等行为，给予分众“强烈卖出”的评级。随后，分众股价急剧下跌，盘中三次触发熔断机制，一度探底 8.79 美元，收盘暴跌 39.49%，创下 52 周新低。一夜之间，分众市值蒸发 13.6 亿美元。

面对浑水的突袭，分众决定正面反击，连续发布三条简要的驳斥公告，回应了浑水的主要质疑。分众还宣布将依照先前公布的计划继续回购股票，此外，江南春还会个人出资购买 1100 万美元的分众股票。紧接着，赶在美股开盘前，分众又举行了投资者电话会议，面对分析师提出的问题一一做了详细的解答。美股开盘后，分众大股东复星集团和江南春本人火速入场，分别斥资 1035 万美元和 1100 万美元增持股票。当天，分众收盘大涨 14.71%。

不过，浑水并未就此认输，很少连续做空同一家公司的浑水发布了第二份公告。而这次，分钟的回击速度也大大加快。分众称已经聘请了多家权威的第三方调研机构来对 LCD 显示屏的数量进行核查，调研结果出来后会立即公布。市场也做出了反应，分众股价止跌，小幅上涨 0.53%。12 月 22 日，全球第六大市场调研公司 Synovate 公布了对分众 LCD 显示屏和框架网络海报数量的核查结果，和分众提交的数据相比，准确率超过 99.95%。由于拿不出新的证据和市场“兴奋点”，浑水后来的两次质疑都没有取得如第一次质疑那样的“战果”。2012 年 1

月6日，浑水发布了第四份做空报告，称分众2008年从员工手中购买了一处位于吉林的人参种植园，并没有开展任何业务，最近却显示营业收入为150万美元，净利润率达48.9%，显然是不合理的。尽管分众及时发布了公告解释这宗交易的目的是提高吉林业务的税务效率，这家子公司享受当地税收优惠，但并没有消除投资者的疑虑，当天收盘下跌5.43%。很快，分众宣布将从2012年开始实行一项持续分红政策，公司将按季度把前一年 non-GAAP 净利润的25%当作红利发放给股东，同时把上一年度 non-GAAP 下净利润的30%当成储备资金，这部分资金将根据董事会的决议用于增加红利或者提高股票的回购规模。分众此举展示了对公司目前商业模式以及持续产生现金流能力的信心，兑现了公司提升股东权益回报率的承诺。公司股价开始稳步回升。尽管后来浑水又发布了第五份做空报告，但是市场并不买账，“黔驴技穷”的浑水不得不接受做空分众失败的结果。



图1 分众遭浑水做空前后股价走势一览

从分众股价走势（图1）看，在经历了断崖式下跌后，分众股价基本处于稳步回升的态势，并完全修复了暴跌带来的影响。再回顾一次整个事件的发展历程，我们惊讶地发现，浑水做空分众传媒的时机，恰恰是刚刚结束深痛反思自身资本大跃进的分众业绩最好的时期：2011年第三季度，其税前总营收达2.29亿美元，主营业务同比增长53%，创历史新高。而风波中的分众传媒也实现了净利润从2009年亏损2.13亿美元到2012年净利润2.381亿美元的飞跃，超越其在金融危机前曾于2007年创下的净利润峰值1.44亿美元。正是这样，这场风波变

得更加耐人寻味。

3.以退为进

3.1 萌生退意

浑水风波后不到一年，江南春就提出了分众传媒的私有化。江南春解释，分众实施退市计划主要是基于两方面原因考虑：“一方面，分众业务在美国路演，包括和投资人沟通过程中一直存在一个问题，就是说美国日常生活没有这个东西，因此很难理解分众的商业模式，也难以对分众做出合理估值。”另一方面，他陈述：“市场环境已发生很大变化，新媒体不断崛起。分众已走过十年，需要一个不受外界包括每季财报影响的时间段，静心思考企业竞争力。”他还强调，对 PE 来说第一个原因可能更重要，但私有化不是一个资本游戏，对分众而言，第二个原因更为重要。

2012 年 8 月 13 日，分众传媒正式发布公告称收到来自江南春及方源资本、凯雷集团、中信资本、鼎晖投资、光大控股等五大基金联合发出的私有化邀约。12 月 20 日，分众公布私有化最终合并协议。令人惊讶的是，早期分众传媒第二轮融资的领投入——鼎晖投资并没有出现在最终的合并协议里，鼎晖退出的份额缺口则由其他四家基金填补。

对分众来讲，选择私有化，是一种以退为进的策略、一次可以“凤凰涅槃”的机会。分众一旦成功回归 A 股，将重拾本土优势，使公司具有更高的市场估值，无论是股东还是 PE 都存在一定的获利空间，而且上市后会计、审计、法律以及投资者维护等费用有望得到大幅削减。

3.2 私有化方案

2013 年，江南春联合方源资本、凯雷集团、中信资本、中国光大控股等四家投资方，向 FMHL 董事会提交私有化提案。私有化采用境外收购常见的合并模式。

由私有化发起股东 Giovanna Investment Holdings Limited 和 Gio2 Holdings Limited 在开曼群岛设立 Giovanna Group Holdings Limited (GGH)、Giovanna Intermediate Limited、Giovanna Parent Limited 和 Giovanna

Acquisition Limited 四层控股公司作为实施私有化主体。分众传媒注册于开曼群岛的境外控股母公司 Focus Media Holding Limited(FMHL)与 Giovanna Parent Limited 和 Giovanna Acquisition Limited 签订合并协议，以 Giovanna Acquisition Limited 和 FMHL 合并的方式实施，合并后 Giovanna Acquisition Limited 停止存续，FMHL 作为合并后的存续主体成为 Giovanna Parent Limited 的全资子公司。FMHL 的所有原股东中，除江南春控制的 JJ Media 及复兴国际外，其他股东持有的股份均以 5.5 美元注销并获得相应现金对价。本次并购规模达到 35.5 亿美金，成为亚洲有史以来最大的一起 MB0。私有化方案及买方团出资比例如图 2 所示。

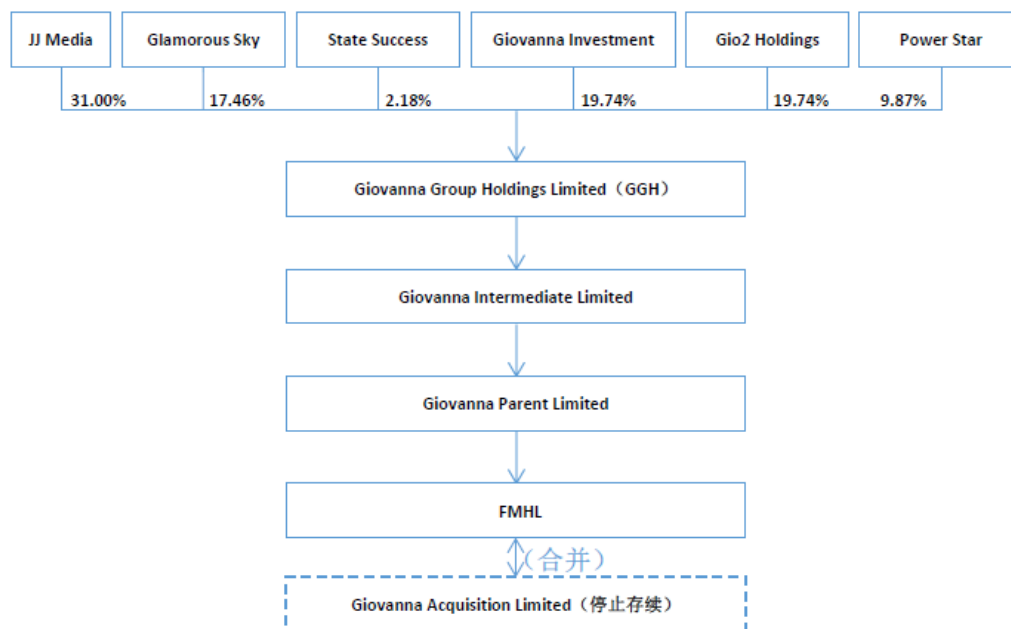


图 2 分众传媒私有化方案及买方团出资比例

私有化是需要巨大的金钱和时间成本的资本鏖战。分众传媒副总裁嵇海荣指出：“如果一家公司真想私有化，在美国资本市场不会有什么障碍，符合其程序，即可以退市。但如果说私有化可能存在什么障碍，那就是钱。你需要有钱来完成这件事。”对持股比例不足 20%、浑水做空后股价低迷、公司在纳斯达克上市 5 年净利润累计为负的分众传媒及其管理层来说，钱从哪里来？

除了管理层用自有资金来购买公众手里的股票以外，就要借助 PE、银行等金融机构的力量。根据相关法律文件的披露，分众传媒私有化资金来源于以下五个方面：

(1) 代表方源资本的 Gio2 Holdings、代表凯雷集团的 Giovanna Investment、代表中信资本的 Power Star 以及代表中国光大控股的 State Success 各出资 4.522 亿美元、4.522 亿美元、2.261 亿美元和 5000 万美元参与本次私有化；

(2) 美国银行、国家开发银行、民生银行、花旗银行、瑞士信贷、星展银行、德意志银行、工银国际、瑞士银行向 Giovanna Acquisition 提供 15.25 亿美元银团贷款支持其私有化(其中包括 10.75 亿美元的定期贷款和 4.5 亿美元的过桥贷款)；

(3) 江南春及其控制的实体 JJ Media 以持有 129,122,265 股 FMHL 股份以及限制性股份作价约 7.1 亿美元置换为 GGH 公司 31% 的股份，同时将 7,272,730 股 FMHL 股份以每股 5.5 美元注销并获得 4000 万美元；

(4) 复星国际以其持有的 72,727,275 股 FMHL 股份作价约 4 亿美元置换为 GGH 公司 17.46% 的股份，同时将 38,350,945 股 FMHL 股份以每股 5.5 美元注销并获得约 2.1 亿美元；

(5) 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 公司相应股份。

4. 拆除 VIE

4.1 什么是 VIE 架构？

VIE，全称为 Variable Interest Entities，翻译为“可变利益实体”，又称之为“协议控制”，是指境外上市实体与境内运营实体相分离，境外上市实体通过协议的方式控制境内运营实体，使该运营实体成为上市实体的可变利益实体。这种安排可以通过控制协议将境内运营实体的利益转移至境外上市实体，使境外上市实体的股东（即境外投资人）实际享有境内运营实体经营所产生的利益，此利益实体系指合法经营的公司、企业或投资。在国内，VIE 架构又被叫做“红筹架构”。一个典型的 VIE 结构如图 3 所示：

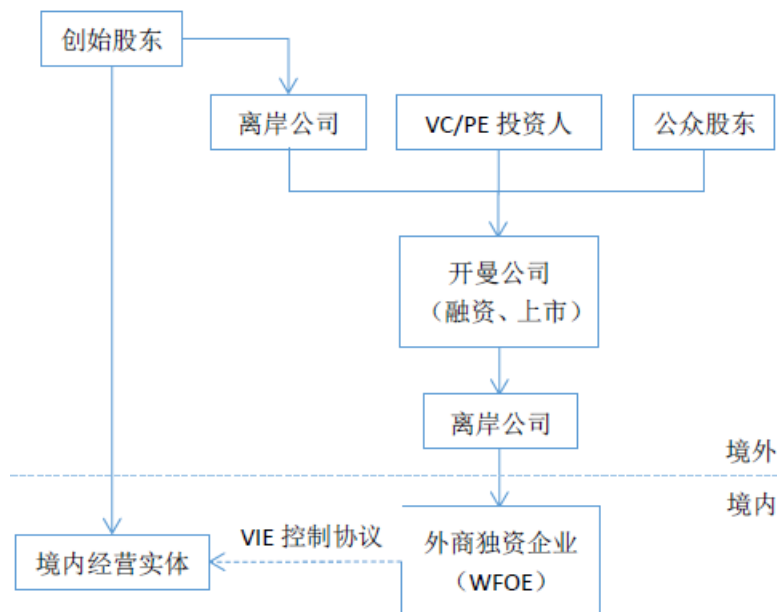


图 3 红筹架构的基本模式

离岸公司 B 通常设立在 BVI（英属维尔京群岛），原因是 BVI 对公司注册的要求简单，公司信息保密性强。在重组过程中，B 公司作为外商投资收购国内企业主体，控股国内企业，而开曼公司又 100% 拥有 B 公司的股权。如果以后上市公司有新的业务，可在开曼公司下另设 BVI 公司，使从事不同业务的公司间彼此独立，同时，B 公司也将起到缓冲的作用。

4.2 分众传媒拆分 VIE

2005 年分众传媒通过 VIE 架构在美国纳斯达克上市，当时江南春及其控制的实体 JJ Media 持有 FMHL 约 39.70% 的股份。而私有化前，这一比例下降至了 29.23%。私有化前，分众传媒的股权结构如图 4 所示。

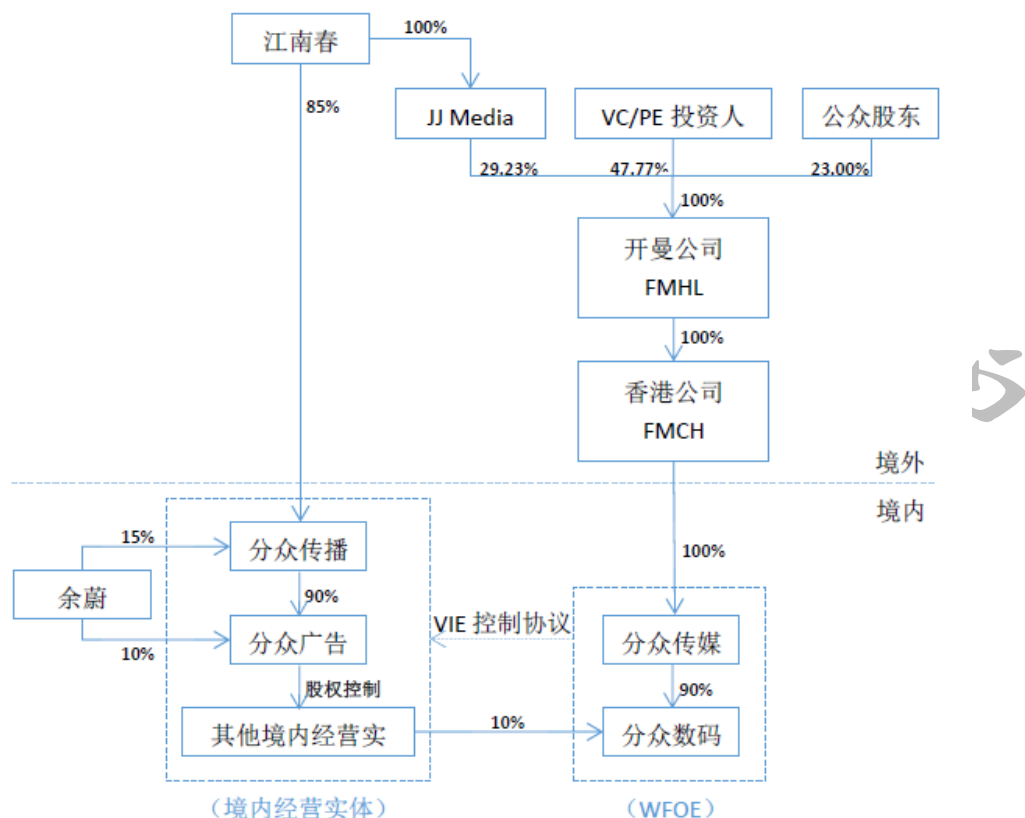


图 4 私有化前分众传媒股权结构

分众传媒的私有化经历了以下三个阶段：

（1）2010 年 8 月，江南春、余蔚、分众传媒、分众数码、分众传播及部分境内经营实体签署了《终止确认协议》，各方确认终止与该等境内经营实体相关的所有权利和义务，该等境内经营实体不再作为控制协议一方。

（2）2014 年 12 月，江南春、分众传媒、分众数码及分众传播签署《终止协议》，各方确认终止其于 2005 年 3 月签署的《股权质押协议》、《股东表决权委托协议》、《转让期权协议》中所有权利和义务。

（3）2015 年 1 月，江南春将其持有分众传播 85% 的股权转让予分众数码。分众传媒通过股权控制的方式持有相关经营主体的股权。

拆除 VIE 架构后的分众传媒股权结构如图 5 所示。

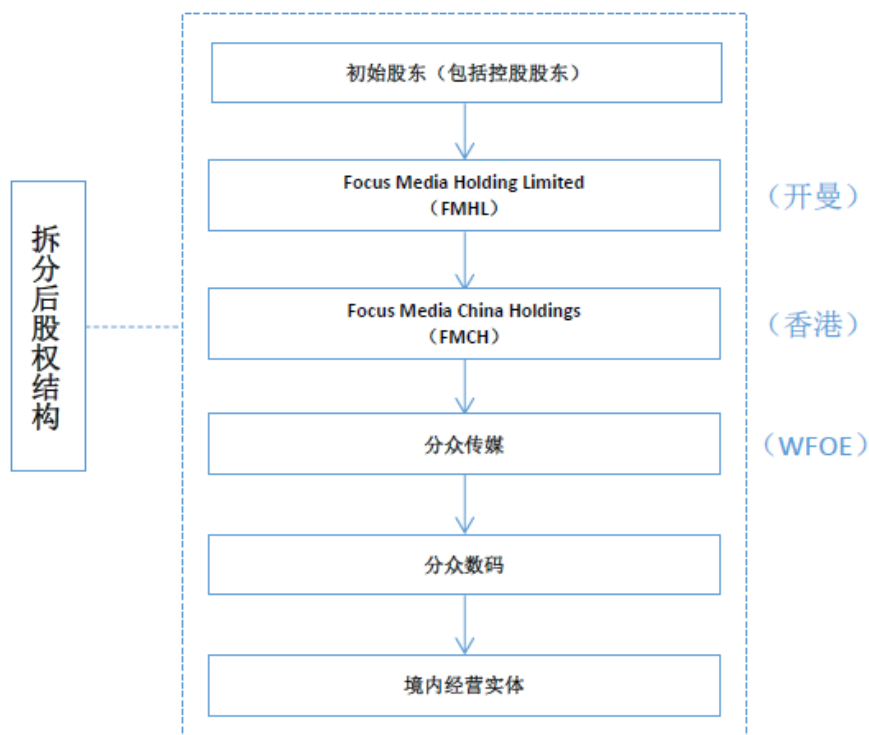


图 5 拆除 VIE 架构后的分众传媒股权结构

值得注意的是，在分众传媒回归 A 股的过程中，江南春并未放弃其搭建的境外结构，仍然通过境外 SPV（特殊目的公司）间接拥有上市公司控股权，这也获得了监管部门的认可，避免了更为复杂的拆红筹过程。能实现这个安排的关键原因是因为江南春拥有新加坡国籍，属于外籍人员，因此监管部门并未对其作出强制拆除境外架构的要求。如果中概股的实际控制人拥有中国国籍，在拆除红筹架构的过程中，实际控制人仍然需要通过其在 VIE 实体中的股权来实现控制权从境外转移至境内。另外，中国广告行业自 2004 年开始逐渐对外资开放，自 2005 年 12 月 10 日起，外国投资者已被允许设立外商独资的广告企业。实施十多年的《外商投资广告企业管理规定》被工商总局废止，这更是为分众传媒回归 A 股扫清了障碍。

5 借壳上市之壳公司的选择

5.1 挑剔的借壳方

如何成为一个好“壳”？第一要有成为壳的意愿，第二要有成为壳的条件。

较差的盈利性和成长性企业更容易产生卖壳意愿，而收购成本低、股权集中度高、债务负担小等条件决定了成为壳的可能性。经过对以往壳资源的分析比较，得到壳资源主要有以下五大特征：

（1）壳资源市值越小，收购成本越低

在壳资源中 72.6% 的公司市值主要分布于 10-40 亿元区间，而当前 A 股中市值位于该区间的比例仅为 17.1%，壳资源市值整体偏小巧。一般而言，壳资源公司市值越小，欲借壳公司付出的成本相对更低，股票发行核准制下借壳上市的公司更多是看中壳资源的上市资质，而非壳资源的资产质量，在条件允许时借壳公司更愿以低成本换取上市公司资质。

（2）运营能力弱的公司卖壳意愿更强

对比壳资源和全 A 股的基本 EPS、每股营业收入、每股经营净现金流和 ROE，发现壳资源的四项指标均明显弱于全 A 股平均水平。壳资源的平均 ROE 为 -13.3%，远低于全 A 平均值 7.4%，48.6% 的壳资源 ROE 为负，远高于全 A 股的 18.9%，整体上壳资源的运营能力更弱。总之，经营良好的上市公司卖壳意愿并不强烈，在监管层将注册制提上日程后，运营能力弱的上市公司更欲加紧在“有市有价”时出手壳。

（3）对公司控制力不强的股东更愿意卖壳

壳资源第一大股东持股比例整体低于全 A，其前十大股东持股比例在 50% 以下达 81.5%，远高于当前全 A 的 31.9%，壳资源公司股权结构更加分散。壳资源公司股权较分散时，上市公司实际控制人持股比例低，股东对公司的控制能力变弱，上市公司卖壳意愿就更强。

（4）壳资源多分布在传统产能过剩行业

从壳资源与 A 股行业属性分布看，分布更多壳资源的行业包括基础化工、医药、纺织服装、通信、综合、建材、交通运输、轻工制造、商贸零售、食品饮料、钢铁和家电行业。传统产能过剩行业发展前景黯淡，特别是在近年传统行业亏损更严重，而扭亏遥遥无期，故传统行业企业卖壳意愿更高，成为壳资源概率更大。

（5）民营企业更有可能成为借壳的标的

国企一旦被借壳就可能涉及到国有资产的流失，且国企高管在卖壳后也无法实现个人的利益，卖壳的动力不足。

这几个条件加在一起，满足条件的上市公司不到一百家。

5.2 “改嫁”实属情非得已

2015 年 8 月 31 日收盘后，宏达新材发布《关于终止重大资产重组暨复牌的公告》称，由于公司及实际控制人朱德洪遭证监会立案调查导致重组进程暂停，借壳方分众传媒决定行使其终止权，目前各方已签署了《终止协议》，终止本次重大资产重组。受分众传媒终止借壳的“改嫁”影响，停牌超 8 个月的宏达新材 9 月 1 日复牌后连续 2 个跌停，宏达新材（002211）复牌后股价走势如图 6 所示，两日成交金额不足 4000 万元。9 月 2 日在跌停板上更是有超 4.4 亿卖单，全天成交量仅 657.2 万元。



图 6 宏达新材（002211）复牌后股价走势

分众传媒抛弃宏达新材所带来的影响还远不止两个跌停。8 月 28 日，宏达新材发布 2015 年半年报，今年上半年，宏达新材实现营业收入 3.4 亿元，同比下滑 7.07%；净利润则下滑 888.4%，亏损了 2551.6 万元。事实上，宏达新材业绩颓势并不是今年才显现。公司 2013 年亏损 8.76 亿元，同比下滑 23885.05%。2014 年公司净利润虽为 1244 万元，但当年公司仅政府财政补贴就达 3390.9 万元，扣非后亏损达 3025.94 万元。

8 月 31 日的两则公告，让宏达新材与七喜控股的投资者体会到了冰与火的距离。与宏达新材白白忙活 8 个月相比，七喜控股可谓“喜从天降”。在宏达新材发布终止公告的几个小时后，七喜控股公告重大资产重组详情，分众传媒欲作价 457 亿元借壳七喜控股。9 月 2 日，停牌 3 个月的七喜控股当日股价被 11.4 亿的买单打至涨停，七喜控股（002027）复牌后股价走势如图 7 所示。



图 7 七喜控股（002027）复牌后股价走势

分众传媒的借壳，不仅解决了七喜控股主业经营困难问题，还使热衷于追逐市场热点题材的七喜控股顺势攀上了“传媒第一股”的高枝。业内人士分析，日后其或成为 A 股传媒板块龙头。七喜控股公布的重组预案显示，2012-2014 年，分众传媒净利润分别为 13.3 亿元、20.78 亿元、24.17 亿元，三年复合增长率 38.6%。参照 2014 年净利润规模，分众传媒已成为 A 股传媒行业上市公司中盈利规模体量最大的龙头标的。

七喜控股股份有限公司前身广州七喜电脑有限公司，成立于 1997 年 8 月 26 日。七喜控股股份有限公司是专业研究、制造、销售以 HEDY 和大水牛 两大品牌为主的计算机整机以及周边设备和移动通讯产品的专业制造商。反观七喜控股 2015 年半年报，则尽显“寒酸”。报告期内，七喜控股实现营业总收入 1.98 亿元，归属于上市公司股东的净利润仅 25.3 万元，同比下降 63.78%。而近六年来，公司则连续隔年亏损。2013-2014 年，七喜控股先后涉足 LED、手游、智能穿戴等行业，追逐市场热点题材。但七喜控股 2014 年年报显示，七喜控股 2013 年投资的广州嘉游、广州善游两家手游公司，在 2014 年分别实现营业收入 0 元和 4.05 万元，对应的净利润分别为-4.48 万元以及-737.14 万元。经营智能穿戴项目的广州赛通的经营情况也不容乐观，该公司虽然在 2014 年实现了 296.28 万元的营业收入，却对应亏损 113.83 万元。而涉足的 LED 行业，更是在经营主体七喜光电成立仅几个月后便转让。对于频繁的跨界投资，七喜控股在 2013 年、2014 年年报中均表示，公司处于发展转型的过渡阶段，未来发展方向尚在研究探讨中。转型不成的七喜控股似乎在着手布局重组来改变经营困难的局面。在业绩压力下，2014 年七喜控股开始主动剥离亏损业务，彻底退出手机业务。这一

调整使得公司 2014 年实现营业收入 3.97 亿元，虽同比下降 72.02%，但利润总额 662.86 万元，同比增加 105.94%。

七喜控股同宏达新材一样属于小盘股，2014 年七喜控股对亏损业务的剥离，加之并不高的负债，使得公司成为资本眼中“干净的壳”。七喜控股重组草案显示，截至 2015 年 5 月末，七喜控股母公司债务总额仅 1.1 亿元，其中 6800 万元已全部偿还；非金融债务也已偿还 82.20%。2015 年 8 月 31 日晚间，宏达新材公告资产重组终止。因重大资产重组已停牌 3 个月的七喜控股同一天发出公告，成为分众传媒的新借壳对象。

5.3 分众传媒“闪离”的背后

总的来看，分众传媒回归 A 股的目的，不仅包括利用市场估值差异博取估值溢价，同时素有资本运营高手之称的江南春考虑的是尽快偿还私有化融资带来的债务，兑现私有化时的承诺，以及缓解分众传媒发展资金压力。具体来看，有以下三点：

(1) 分众传媒自 2013 年 5 月完成私有化后就一直在筹划回归 A 股，在私有化并购协议中，实际控制人江春南和投资者之间签订了一个重要的对赌条款：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。也就是说，分众传媒须在 2017 年 5 月前重新上市。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，机构都迫切要求分众传媒尽快上市。

(2) 私有化后，江南春不仅承受着上市承诺还背负着沉重的债务压力。在这段时间内，如何满足投资者和债权人的需求是江南春必须要考虑的问题，而其所能依靠的只能是分众传媒这个“聚宝盆”。而根据分众传媒披露的信息，其母公司 FMCH 为了完成本次借壳上市所必需的股份调整及业务调整，向金融机构借了 15.25 亿美元的贷款（包括 10.75 亿美元的定期贷款和 4.5 亿美元的过桥贷款）。正因为此，分众传媒的负债率明显高于行业平均值，截至今年 5 月 31 日数据，行业均值为 34.69%，而分众传媒负债率达 61.04%，高出行业大半。很显然，分众传媒急需融资用于结清前期的私有化借款等债务，上市时间拖延越长，财务压力就越大，在对赌协议和债务上，分众传媒均输不起。

(3) 分众传媒在美国资本市场唯一的一次募集资金，是上市时发行股票 2900 万股，募集资金 3 亿元，此后却再无融资机会。分众传媒在美国的市盈率只有 15 倍，而国内传媒行业的平均市盈率有 40 倍，显然，回归 A 股是提升估值、方便融资的最佳渠道。

6 借壳上市两步走

本次交易中，拟购买资产的资产总额与交易金额孰高值为 4,570,000.00 万元，占上市公司 2014 年末资产总额 59,077.25 万元的比例为 7,735.63%，超过 100%；本次交易完成后，上市公司实际控制人变更为江南春。按照《重组管理办法》第十三条的规定，本次交易构成借壳上市。

本次重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产两部分同时生效、互为前提条件。任何一部分内容因未获得中国政府部门或监管机构批准而无法付诸实施，则其他部分均不予实施。募集配套资金在前两项交易的基础上实施，募集配套资金实施与否或者配套资金是否足额募集，均不影响前两项交易的实施。基于此，我们把整个上市过程梳理为两部分。

6.1 重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产

七喜控股以截至拟置出资产评估基准日全部资产及负债与分众传媒全体股东持有的分众传媒 100% 股权的等值部分进行置换。经七喜控股和分众传媒的交易各方协商一致，本次交易中拟置出资产（七喜控股）作价 8.8 亿元，拟置入资产（分众传媒）作价 457 亿元，两者差额为 448.2 亿元。置入资产与置出资产的差额部分由七喜控股以发行股份及支付现金的方式自分众传媒全体股东处购买。其中，向 FMCH 支付现金，购买其所持有的分众传媒 11% 股权对应的差额部分；向除 FMCH 外的分众传媒其他股东发行股份，购买其所持有的分众传媒 89% 股权对应的差额部分。本次发行股份购买资产的发股价格为 10.46 元/股（不低于定价基准日前 120 个交易日公司股票交易均价的 90% 即 9.79 元/股）。七喜控股将向 FMCH 支付现金 49.3 亿元，向除 FMCH 外其余交易对象发行 381,355.64 万股。交易完成后，Media Management (HK) 将持有本公司 101,958.89 万股股份，持股比例 24.77%，成为本公司的控股股东，江南春先生将成为本公司的实际控制人。本次发行之后，新增股份信息如表 1 所示。

表 1 新增股份信息

资产购买新增股份信息			
新增资产购买股份数量		发行价格	交易金额
381355.6832 万股		10.46 元/股	3988980.00 万元
新增股份信息			
股份登记完成日	新增股份上市日	新增股份总数	新增股份后总股本
2015.12.23	2015.12.29	381355.6382 万股	411589.1498 万股

资料来源：七喜控股（002027）2015年9月2日融资公告

此外，分众传媒还将通过定增配资，拟以不低于 11.38 元/股的价格，融资不超过 50 亿元，用于向 FMCH 支付本次重大资产重组中的现金对价，用于上述 14 亿美元过桥贷款中未安排资金偿还部分的清偿，及在前期股份转让及本次交易中需承担超过 40 亿元的税费。FMCH 持有的分众传媒剩余 11% 股权，全部以现金对价方式退出。这笔资金将会被 FMCH 用来偿还私有化时的银行债务。定增后，上市公司股权结构的变化如表 2 所示。

表 2 上市公司股权结构变动

股东名称	本次交易之前		本次交易之后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
易贤忠	9725.82	32.12%	9725.82	2.36%
Media Management（江南春）	-	-	101958.89	24.77%
Power Star（中信资本）	-	-	3758.4	9.13%
Glossy city（复兴国际）	-	-	33302.08	8.09%
Gio2（方源资本）	-	-	32319.94	7.85%
Giovanna Investment（凯雷资本）	-	-	32319.94	7.85%
其他交易对方	-	-	143850.41	34.95%
重组前七喜控股其他股东	20507.69	67.83%	20507.69	4.98%
合计	30233.51	100.00%	411589.15	100.00%

资料来源：七喜控股（002027）2015年9月2日融资公告

七喜控股公布的重组预案显示，2012 年-2014 年的营业总收入为 61.7 亿元、66.7 亿元、74.9 亿元，净利润分别为 13.3 亿元、20.78 亿元、24.17 亿元，三年复合增长率 38.6%。今年 1-5 月的营业总收入为 31.6 亿元，净利润 12 亿元。如标的资产在约定的盈利预测补偿期内实现的扣非净利润数低于约定的承诺扣非净利润数，则分众传媒全体股东应依据约定的方式以通过本次交易取得的七喜控股股份或现金对七喜控股进行补偿。发行股份购买资产的交易对方承诺，分众

传媒 2015 年、2016 年和 2017 年实现的经具有证券业务资格的会计师事务所审计的净利润（扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润）分别不低于 29.57 亿元、34.2 亿元和 39.3 亿元。交易完成后，上市公司盈利能力将得到大幅提升，有利于保护全体股东特别是中小股东的利益，实现利益相关方共赢的局面。扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数不考虑因交易标的 2015 年度同一控制下企业重组对非经常性损益的影响。上述安排为保护七喜控股中小股东利益提供了较强的保障。

分众传媒借壳上市的整个流程如图 8 所示。

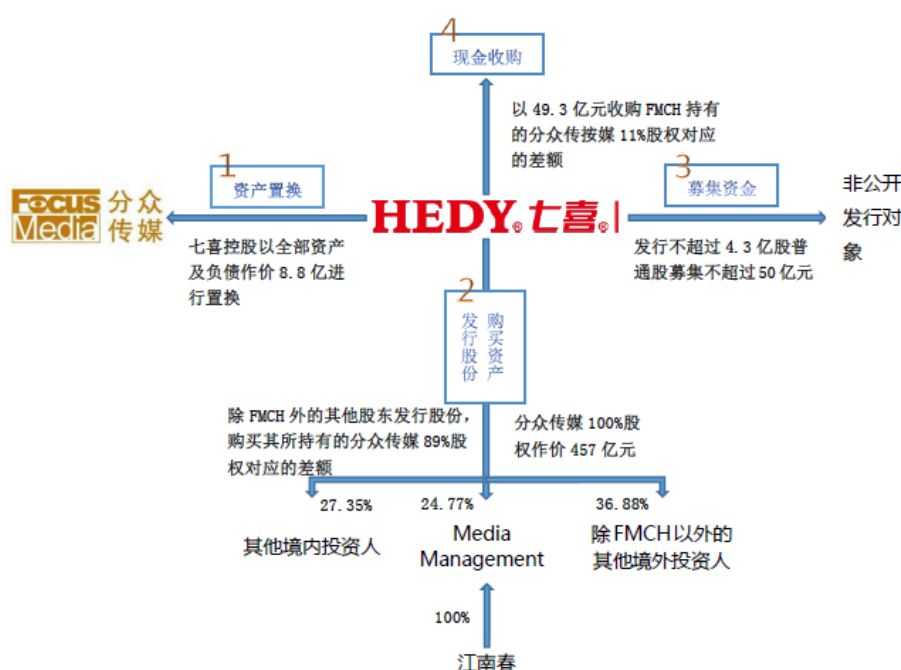


图 8 分众传媒借壳上市流程图

6.2 发行股份配套募集资金

为提高本次重组绩效，在重组预案中，七喜控股拟采用询价发行方式向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 500,000.00 万元，扣除本次重组中介费用及相关税费后将用于支付本次交易中 FMCH 的现金对价，若仍有剩余则用于补充流动资金。本次非公开发行股份募集配套资金总额不超过本次交易总额的 11%。七喜控股本次发行股份募集配套资金的发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 11.38 元/股。根据拟募集配套资金的金额及发行价格下限计算，公司拟募集配

套资金发行股份数量不超过 43,936.73 万股。

最终的本次发行采用询价方式定价，最终确定的发行价格为 19.80 元/股，发行数量 252,525,252 股，募集资金总额为 4,999,999,989.60 元，扣除发行费用总计 139,202,525.25 元，本次发行募集配套资金净额为 48.61 亿元。距重组预案发布半年之后，50 亿元募集完成，但是交易作价也水涨船高，由 11.38 元/股涨至最新决定的 19.80 元/股，每股涨了 8.42 元，涨价幅度高达 73.99%。对此，分众传媒内部人士称，“11.38 元/股只是一个底价，由于是询价的方式，所以最终定价高于底价。即便如此，此次申购过程中，仍有众多投资者争相追捧。

分众传媒公告显示，截至 3 月 18 日上午 12:00，公司共收到 18 家投资者提交的申购报价，除投资者仲黎外，其余 17 家的申购报价均为有效申购。而按认购价格优先、认购金额优先、收到《申购报价单》传真时间优先、发行人和联席主承销商协商的原则，发行人和联席主承销商最终确定了本次定增价格和 7 家发行对象。定增的对象包括国华人寿保险、华鑫证券、诺安基金、博时基金、财通基金、上海积誉投资中心、北京京泰阳光投资有限公司等 7 家，增发数额及比例如表 3 所示。

表 3 定向增发具体对象

序号	发行对象名称	发行价格 (元/股)	分配股数 (股)	分配金额 (元)
1	国华人寿保险	19.8	30303030	599999994
2	华鑫证券	19.8	25757575	509999985
3	诺安基金	19.8	29494949	583999990
4	博时基金	19.8	26717171	528999985
5	财通基金	19.8	96868686	1917999982
6	上海积誉投资中心	19.8	25252525	499999995
7	北京京泰阳光投资	19.8	18131316	359000056
合计			252525252	4999999989

资料来源：七喜控股（002027）2016年4月14日融资公告

公告显示，新增股份登记申请已于 4 月 7 日办理完毕，扣除发行费用后，本次发行募集配套资金净额为 48.61 亿元。本次定增完成之后，Media Management (HK) 持有公司股份由 24.77%降至 23.34%，Power Star Holdings (HK) 持股由 9.3%降至 8.60%。上述两个持股方仍然为公司第一、第二大股东，江南春仍为公

司实际控制人。本次发行前，公司总股本为 4,115,891,498 股，其中包括因购买资产而向交易对方发行股份总数为 3,813,556,382 股，该部分股份已于 2015 年 12 月 29 日上市。本次募集配套资金非公开发行股份总数为 252,525,252 股。本次发行后，公司总股本为 4,368,416,750 股。本次发行后，上市公司前十大股东持股情况如表 4 所示。

表 4 上市公司前十大股东持股情况

序号	股东名称	持股数（万股）	持股比例（%）
1	Media Management（江南春）	101958.89	23.34
2	Power Star（中信资本）	3758.4	8.6
3	Glossy city（复兴国际）	33302.08	7.62
4	Gio2（方源资本）	32319.94	7.4
5	Giovanna Investment（凯雷资本）	32319.94	7.4
6	珠海融悟	14282.98	3.27
7	易贤忠	9725.82	2.23
8	上海箬菁	9521.98	2.18
9	珠海晋汇	8562.36	1.96
10	HGPLT1 Holding Limited	7961.08	1.82
合计		436841.68	65.82

资料来源：七喜控股（002027）2016年4月14日融资公告

4月18日消息，七喜控股（002027）发布公告，同意将公司全称由“七喜控股股份有限公司”变更为“分众传媒信息技术股份有限公司”。同时，公司注册资本由 302,335,116 元人民币调整为 4,115,891,498 元人民币。七喜控股英文名由“HEDYHOLDINGCO.,LTD”变更为“Focus Media Information Technology Co.,Ltd.”；证券简称由“七喜控股”变更为“分众传媒”；英文简称由“HEDY”变更为“Focus Media”。公司证券代码不变，仍为“002027”。七喜控股股份有限公司关于完成工商变更登记及变更公司全称、证券简称的公告的发布，为整个借壳上市画上了一个完美的句号。

7 尾声

分众传媒的回归之路已然尘埃落定，众多机构投资人显然已达到最初的承诺而赚的彭满钵满，但分众传媒在 A 股的表现还需时间的检验。未来的分众在逐步打破传媒业务的边界，激活其下游优势的媒介资源，布局一些高频、高价值消费的上游领域，拥有很大的想象空间。首当其冲的很有可能是娱乐、体育产业和互

联网金融领域，这也意味着分众不再仅仅是一个靠提供通道来闷声发大财的单一业务模式企业，同时也可在上下游着力的多元发展企业。分众传媒依然在路上，只不过这条路光明了许多……

（案例正文字数：13026）

中国金融专业学位案例中心

China-firm Focus Media strongly returns, Backdoor listing creating capital legend

Abstract: As a media enterprise Focus Media mainly deals with the operation and development of media in living circles with a title of “the first Chinese media”. This case centers on the financing channel of focus media from listing in America in 2005 to backdoor listing to return to A shares , discusses some problems such as the trouble of Focus Media in America, the delisting of privatization of red chip companies, the removal of VIE structures, and the unpredictable backdoor listings. The way of choosing shell companies of “lightning remarrying” by Focus Media shocks the capital market, which is exemplary in preparation for the backdoor plan B. As a successful case that completely delisted from overseas stock market, and listed on the domestic market independently, Focus Media has set a new benchmark for the follow-up tides of returning. Focus Media's financing channel that is both complex, and rather typical, is very valuable as a reference for privatization, the red-chip return, and backdoor listing .

Key words: Focus Media; VIE; the Red-chip Return; Privatization; Backdoor listing