

PDF-CASE2016004

分众传媒：私有化与借壳上市的资本运作之路¹

案例正文

摘要：从一家简单的传媒公司，成长为首只回归 A 股实现估值翻番的中概股，在创始人江南春的带领下，分众多媒体技术（上海）有限公司（以下简称“分众传媒”或“分众”）走过了一春又一春，公司以其特有的楼宇视频广告商业模式、媒体传播的分众性、生动性赢得了业界的广泛认同。面对激烈的市场竞争，分众传媒通过赴美上市、私有化、再到借壳上市回归 A 股等一系列资本运作，使公司始终处于行业前沿。本案例通过对分众传媒私有化与借壳上市行为的分析，探求资本市场时机对其资本运作路径的影响机制，以期为其他类似公司如何合理利用资本市场实现公司价值最大化提供借鉴。

关键词：分众传媒；私有化；借壳上市

0. 引言

2016 年 3 月，春节刚过，万物复苏。兴国路 78 号人头攒动，热闹非凡，分众传媒 2016 年第二次临时股东大会正在位于此地的上海兴国宾馆宴会厅召开。会议刚刚表决通过了更改公司名称的决议，A 股市场即将出现分众传媒的身影。

-
1. 本案例由北京航空航天大学经济管理学院的邓路、林珠平、郑云鹤撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权、发表权。本案例系国家自然科学基金（批准号：71572007）的阶段性成果。未经允许，本案例的所有部分都不能以任何方式与手段擅自复制或传播。
 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。

江南春，分众传媒创始人兼董事长，广告传媒行业的黑马。此时的他终于松了一口气，望着窗外的车水马龙，回想创业以来的跌宕起伏，分众传媒在他的带领下进入了一个崭新的阶段。

21 世纪初，户外广告开始在中国引起关注，已在广告圈打拼十年的江南春发现了电梯电视广告的商业价值，于是分众传媒应运而生，并且很快得到了市场的认可，在开业一个月营收就达到了 100 万元。优秀的业绩迎来了资本方的关注，在高盛等几家投资机构注资后，分众传媒走入了发展的快车道，成为中国创业公司赴美上市中的一员，并一度登上中概股龙头宝座。然而，上市后的分众传媒并非一帆风顺，特别是 2008 年以后历尽波折，先后经历了金融危机、短信门、做空风波、业绩下滑等事件，股价也一度从 88.5 美元跳水到 4.84 美元，市值严重缩水。面对重重困境，江南春果敢前行，利用中美资本市场估值差异，带领分众传媒迅速完成了私有化退市，再借壳上市登陆 A 股，走出了“凤凰涅槃”般的发展之路。但其中波折困难，每时每刻都考验着江南春，面对瞬息万变的市場，唯有把握好时机，并提前做好准备，方能运筹帷幄，决胜千里。想到这，江南春露出久违的微笑，过往的一幕幕场景仿佛又出现在眼前……

1. 缘起

1.1 丹凤朝阳

2003 年，中国是除日本以外亚洲最大的广告市场，全年广告支出 77 亿美元。当时的江南春已是一个在广告行业闯荡近十年的老兵。1994 年，当时还在华东师范大学就读的江南春，通过为无锡的一项市政工程做户外创意赚得了 50 万元，获得人生的第一桶金，并在大学三年级出任永怡广告公司总经理，承揽了上海 IT、互联网广告业里最大的一部分业务，在上海广告界声名鹊起。

也许是长时间在广告行业中打拼的缘故，江南春对广告商机有着独特而敏锐的嗅觉。在一个偶然的機會，江南春看到了电梯门上贴着的小广告，由此给了他灵感：如果把小广告换成电视屏幕那将是一个崭新的媒体平台，电梯口这个特定地点的广告价值也将孕育出新的广告商业模式。于是，以楼宇视频广告为商业模式的全新广告公司——分众传媒应运而生并很快在竞争中脱颖而出，成为行业巨头。

江南春曾经评价盛大游戏的陈天桥：“当一般人在人满为患的巴士车上厮打，为自己赢得一点空间而自我感觉良好时，陈天桥已经坐上没人抢的巴士狂飙而去，令你望尘莫及。”同样的，分众传媒独特的商业模式绕开了传统媒体的惨烈竞争，在“没人抢的巴士”上，分众传媒成立一个月后通过 55 栋楼的广告屏幕就完成了 100 万元的销售收入。成立一年后公司就拥有了中国楼宇广告 70% 以上的市场份额，实现销售收入 2.4 亿元，令同行望尘莫及。

江南春深知广告行业进入门槛低特点，唯有通过迅速占领市场份额，形成行业壁垒才能抵挡住后来的竞争者。分众传媒在深挖楼宇广告市场的同时不断扩展分众模式的应用场景，先后建立了高尔夫广告联播网、美容美发机构联播网、卖场终端联播网等。

截至 2005 年 3 月底，分众传媒已在中国 22 个大中城市直销其广告网络，并通过与区域分销商的合作覆盖另外的 22 个城市。如此快速的业务发展，充足的资金是必要的条件，因此当务之急是寻求资本助力。

1.2 百鸟朝凤

分众传媒独创的商业模式，在国内外并没有成熟的经验可以参考，但江南春及其创始团队凭借近 10 年广告代理的行业经验，率先开创出的适合中国国情、符合自身发展的盈利模式，吸引了众多资本关注。

2003 年 5 月，分众传媒率先赢得了日本软银约 50 万美元的投资，开始凭借资本力量在全国展开圈地圈楼运动，推动中国商业楼宇联播网的建设与运营。

2004 年 3 月，UCI 维众投资、鼎辉国际 CDH 和 TDF 基金联手国际知名风险投资基金 DFJ、WI-HARPER 中经合以及麦顿国际等联合注资数千万美元给分众传媒，推动其全国网络的铺开。

2004 年 11 月，UCI 维众投资、美国高盛公司和英国 3I 公司共同投资 3000 万美金入股分众传媒。

在获得外部资本助力之后，分众传媒迅速占领市场主要高档写字楼，创建行业壁垒。此时江南春对分众传媒的定位是成为中国最大的生活媒体空间，公司要在都市白领回家、上下班、娱乐、购物的必经之路的封闭空间中实现广告高频次达到，潜移默化地影响着人们，从而形成强大的品牌引爆和广告宣传效果。为了达到这一目标，公司急需不断的后续资金支持，而利用资本市场无疑是最好的选

择。

2. “远嫁”美国

2.1 激流勇进，浪潮淘金

中国企业在国内上市应为首选，天时地利人和，还没有文化、语言的障碍，但国内 A 股市场的高门槛让刚刚成立两年的分众传媒望而却步。另外，从技术角度来看，由于分众传媒的海外注册背景、多元的境外投资方以及复杂的股权结构（如图 1），其很难落地 A 股。

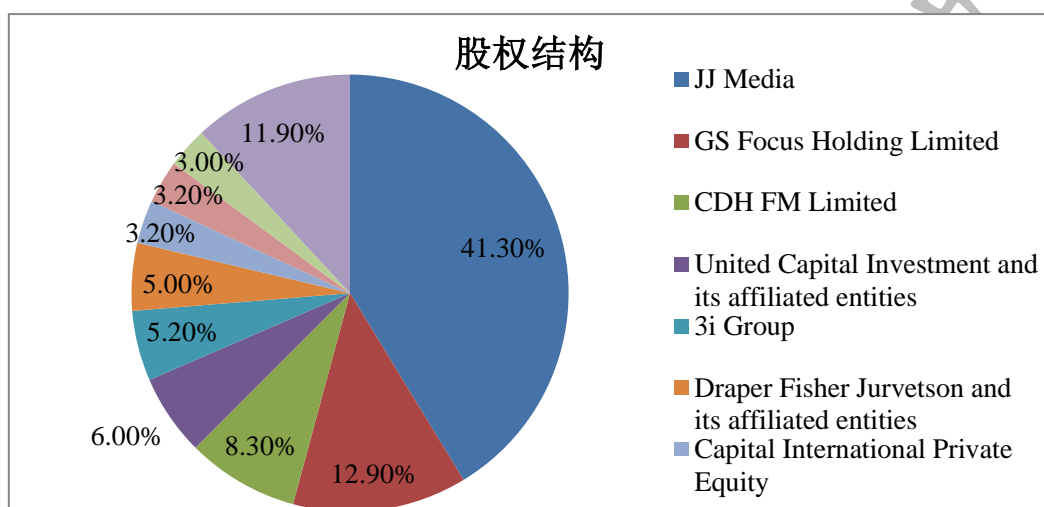


图 1 分众 2005 年美股上市前股权结构

2005 年中国股市还处在股权分置改革的关键年份，股市 1000 多点，估值较低。像分众传媒这样的创业公司大多选择赴美上市。在 2000 年的第一波浪潮中，新浪、网易、搜狐三大门户网站接连登陆美国纳斯达克；在 2004 年、2005 年的第二波浪潮中，盛大游戏、百度再次登陆纳斯达克。似乎到纳斯达克上市成为了中国创业公司成功的标志。分众传媒的投资者大多是国际知名投资公司，在资本方的推动下，公司赴美上市看似前景一片大好。

中国企业赴美上市，最早采取的是红筹模式，2000 年新浪在美国上市首次创造了 VIE 模式，这一模式后来成为中国企业赴美国上市的主要模式。其实早在分众传媒成立之前就开始了 VIE 的搭建。

第一步，设立香港公司 Focus Media (China) Holding Limited (FMCH)。2003 年 3 月，设立 FMCH，并向 Bosco Nominees Limited 及 Bosco Secretaries Limited 发行 1 股股份，向 FMHL 发行 9,998 股股份；2003 年 4 月，Bosco

Secretaries Limited 将其持有的 1 股转让至 FMHL, Bosco Nominees Limited 将其持有的 1 股转让至投资人余蔚；2005 年 1 月，余蔚将其作为受托人持有的 1 股 FMCH 股份转让至 FMHL。转让完成后，FMHL 持有 FMCH 的 100% 股权。

第二步，设立境内公司分众传媒、分众数码。2003 年 6 月，FMCH 设立分众传媒，并持有分众传媒 100% 股权；2004 年 11 月，江南春、余蔚设立分众数码，股权比例分别为 90%、10%；同年 12 月，分众传媒收购江南春持有分众数码 90% 股权，分众传播收购余蔚持有的分众数码 10% 股权。

第三步，设立境内公司分众传播、分众广告。2003 年 6 月，江南春持有分众传播 70% 股份；到 2004 年 12 月，江南春、余蔚分别持有分众传播 85%、15% 的股份；2004 年 10 月，分众广告设立，分众传播持有分众广告 90% 的股份，余蔚持有分众广告 10% 的股份。分众传播及分众广告陆续设立并收购了多家经营广告业务的子公司，开展广告经营业务。

最后一步，2005 年 3 月，签署 VIE 控制协议。根据协议安排，FMHL 间接控制分众传媒和分众数码，分众数码通过 VIE 协议控制分众传播及其下属境内经营实体的日常经营、高管选聘以及需获得股东批准的重要事务，从而实现 FMHL 对分众传播及其下属境内经营实体的实际控制。

上述 VIE 协议签署后，分众传媒、分众传播及相关境内经营实体的控制关系如图 2 所示：

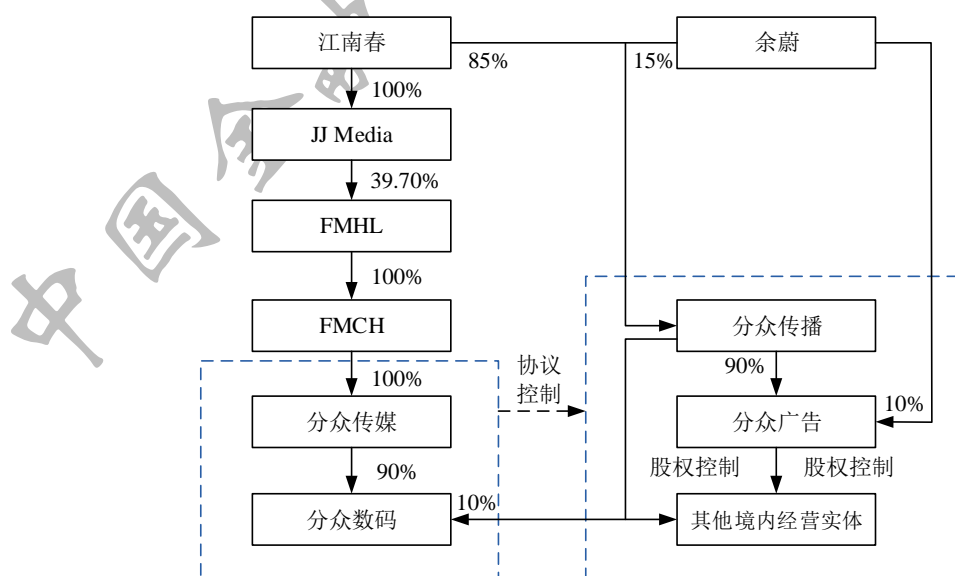


图 2 分众传媒 VIE 结构

2005 年 7 月 13 日，分众传媒成功在美国 IPO，成为海外上市的中国纯广告

传媒第一股，融资总金额达 1.717 亿美元，创造了当时的中国公司上市融资记录。上市首日的开盘价为 19 美元/ADS，整个交易期间股价一路攀升至 21 美元/ADS，收盘价 20.2 美元/ADS。

2.2 跑马圈地，埋下祸根

IPO 之后，分众传媒迅速跑马圈地，一步步构筑其广告王国。2005 年到 2008 年是分众传媒最疯狂的三年，进行了大约 60 次收购。

为了扩展新业务增长点，2005 年 10 月 16 日，分众传媒以 3960 万美元现金及 5540 万美元的股份收购了当时中国社区媒体的先锋和领导者——框架传媒 100% 股份。通过这次收购，分众传媒将能够为广告客户提供更完整的解决方案，并且进一步加强了其在中国广告市场的领先地位。

2006 年 1 月 7 日，分众传媒以 9400 万美元现金和 2.31 亿美元的股票（等同于 7700 万普通股）收购了聚众传媒，进一步奠定了其市场霸主地位。

为了进军中国手机广告市场，分众传媒在 2006 年 3 月 21 日又收购了手机无线广告商凯威点告。收购后分众传媒将发展出一个独特的手机广告服务系统，提高现有技术和服务水平。江南春说：“我们的目标是建立多层次可定制的广告渠道，相信 3G 网普及后手机广告将成为我们广告客户的重要选择。”但也是这个业务为公司后续发展埋下了一个隐患。

随后，分众传媒又收购了影院广告公司 ACL，互联网广告公司好耶，卖场室内电子广告公司上海玺诚传媒文化有限公司等。

如此频繁的收购，把分众传媒的商业模式扩张开来，将其新媒体的版图一步步扩张到涵盖楼宇、互联网、手机、卖场、娱乐场所等。正如一个人缺血需要输入其他人的血液，有可能融合，也有可能产生排斥，这些被分众传媒收购的企业是否都和分众的文化、战略、发展相契合？表面上看，公司上市之后风生水起，其实背后波涛汹涌……

2.3 一波未平，风波再起

2.3.1 “短信门”风波

2008 年由美国次贷危机引发的全球性金融危机，给资本市场带来了巨大冲击。全球股市一片跌势。分众传媒股票也难独善其身，从年初 57.13 美元/ADS

跌到年末的 9.09 美元/ADS。屋漏偏逢连夜雨，2008 年“3.15”晚会曝光了垃圾短信制造内幕，同时对分众传媒旗下分众无线进行了重点曝光和暗访，揭开了垃圾短信制造的流程和内幕。

分众无线的前身是北京凯威点告技术有限公司，2006 年 3 月被分众传媒以约 3000 万美元收购。在被曝光后的第一个交易日（2008 年 3 月 17 日），分众传媒股票在纳斯达克市场大幅下跌 26.59%，报收 32.19 美元/ADS。

随后分众无线旗下 SP 公司被取消了 SP 资格。2008 年 11 月 11 日，分众传媒公布其第三季度财报，业绩远低于分析师预测值，公司股价在收盘时大跌 45.12%，至 8.83 美元/ADS，创上市以来的最大单日跌幅。

在经过了 2008 年的挫折之后，2009 年 1 月 26 日，江南春重出江湖，负责分众传媒业务发展及非核心业务剥离。2009 年被外界认为是分众传媒最黑暗的一年，全年亏损 2.208 亿美元。其中三季度的业务重组亏损 1.276 亿美元。此时的江南春也不得不有所取舍，重新专注于楼宇、卖场、框架三大核心业务，并剥离利润相对较低的非核心业务。

2.3.2 五战浑水

从 2009 年江南春重新掌舵 CEO 起，分众传媒已吸取了之前的教训，三年内没有再收购，公司业绩大幅上升。分众传媒 2010 年的平均市盈率达到 40.34 倍，比 2009 年增长了 3 倍多，逐步恢复到 2008 年金融危机之前的水平。

但好景不长，2011 年 11 月 21 日，美国浑水公司在其发布的研究报告中称，分众传媒 LCD 显示屏数量被欺骗性地夸大，在并购中故意支付过高价格，存在内部交易等问题。分众传媒成为继雨润、多元环球水务等之后又一个被浑水公司猎杀的中概股公司。报告一出导致分众传媒股价应声下跌，当日公司股价暴跌 39.49%，报收于 15.43 美元/ADS，盘中一度下跌到 8.79 美元/ADS。

江南春在第一时间通过微博回应浑水公司造谣，这一夜，公司高管都接到了江南春的电话，并开始急寻对策。22 日美股开盘之前，分众传媒发布公告，否认浑水指控，与此同时召开投资者电话会议回应质疑，公司股价开盘上涨超过 10%，当天收盘上涨 14.71%，报收于 17.70 美元/ADS。

2011 年 11 月 29 日，浑水公司第二次质疑分众传媒在好耶投资中存在内幕交易。30 日，分众传媒发布官方回应，否认浑水指责。当日公司股价几经波动，

收盘时小幅上扬 0.53%。但浑水的攻击远未结束。

2011 年 12 月 10 日，浑水公司三度攻势来袭，此前分众传媒已公布第三方机构对分众数码液晶屏的调查结果，但浑水认为研究机构和公司之间相互勾结。周一开市后公司股票继续下跌。分众传媒副总裁嵇海荣表示，只要找到证据，一定起诉浑水公司。

2012 年 1 月 6 日，浑水第四次攻击指向分众传媒在中朝俄边界的种植园收购，称此项收购存在内幕交易。公司股价当日下跌 5.43%。分众传媒在 7 日发布公告披露收购细节，予以回击。

2012 年 2 月 9 日，浑水公布第五份报告，焦点仍是数码液晶屏的规模。当日分众传媒股价未受影响，报收 24.23 美元/ADS，达到遭做空以来的股价最高值。

经过多次的做空，虽未致命，但足以令众多投资者在短时间内陷入混乱，选择抛离股票而离场观望。2012 年分众传媒的平均市盈率只有 16.59。虽然江南春在接受媒体采访时坚称浑水事件并不是分众传媒私有化的根本原因，但在美国股市被持续质疑使得江南春心灰意冷，一路拼命的反击和解释，也抵不过市值的低估给公司带来的损失。分众传媒在美股市场 7 年沉浮，退市寻求更好的发展空间已成为公司战略选择，分众传媒与美股的缘分走到了尽头。



图 3 分众传媒美股股价走势图（2005.7-2013.5）

3. 凤引九雏

再好的梦，毕竟终究是一场梦，分众传媒的“美国梦”已到梦醒时分。

2012 年 8 月，江南春联合相关私募投资人向 FMHL 董事会提出了一份私有化

提案。该等发起人包括 Giovanna Investment、Gio2 Holdings、Power Star，以及 State Success 四家公司（“私募发起人”）。根据该私有化提案，发起人 Giovanna Investment 和 Gio2 Holdings 随后在开曼群岛设立了四层控股公司作为实施私有化的主体，从上至下分别为 GGH，Giovanna Intermediate Limited，Giovanna Parent Limited 和 Giovanna Acquisition Limited，具体见图 4。

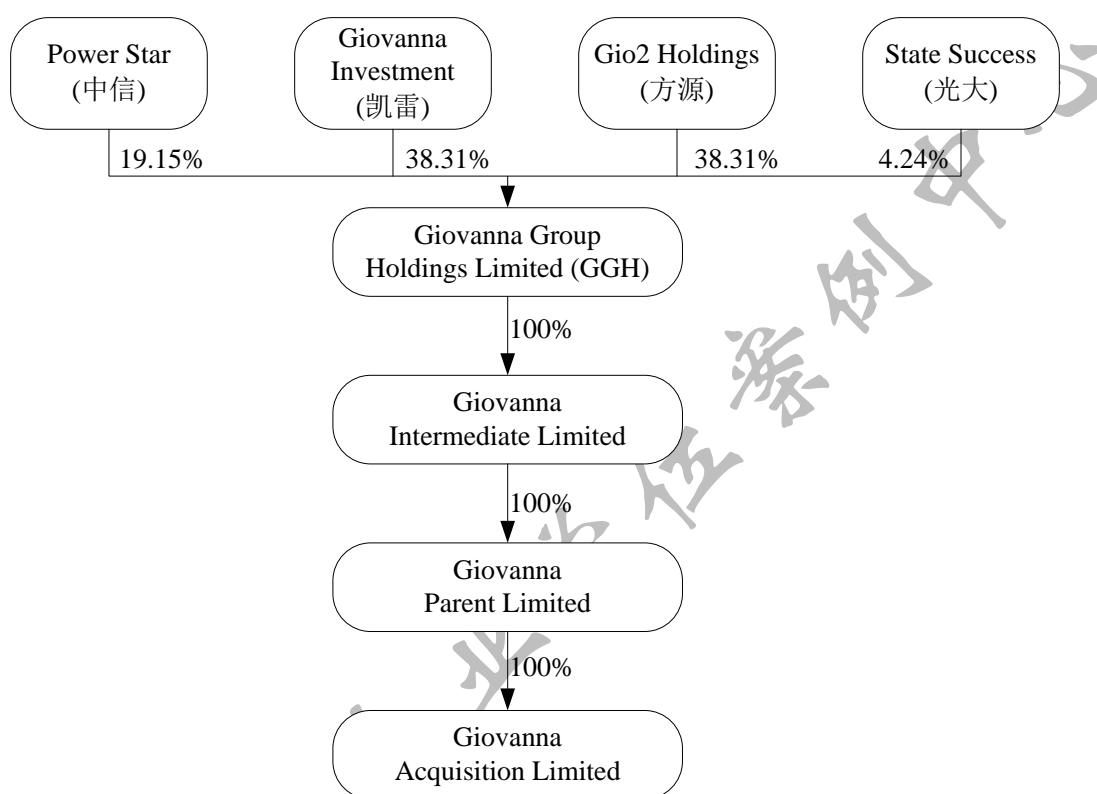


图 4 分众传媒私有化主体结构

完成私有化收购体系搭建后，2012 年 8 月 13 日，江南春及其一致行动人向分众传媒发出了私有化要约。Giovanna Parent Limited 将收购分众传媒，收购价格为 5.50 美元/股，或 27.50 美元/ADS，该价格比 2012 年 8 月 10 日收盘价 23.38 美元/ADS 溢价 17.6%，比 8 月 13 日前 30 个交易日成交量加权平均收盘价溢价 36.6%，比前 60 个交易日成交量加权平均收盘价溢价 33.9%。分众传媒股份交易价值约 37 亿美元，股本包括普通股、限售股与期权合计 6.6 亿份，收购采用现金和换股两大方式进行。

对于现金部分，一方面各投资方根据自身在 GGH 所占股份，提供总计约 11.8 亿美元融资额以支持私有化（其中凯雷、方源资本分别提供 4.522 亿美元；光大提供 0.5 亿美元，中信银行提供 2.26 亿美元）；另一方面债务融资是辛迪加财团

提供的 15.25 亿美元贷款，包括美国银行，国开行香港分行，民生银行香港分行、花旗、瑞银等（10.75 亿美元定期贷款和 4.5 亿美元过桥贷款）。

2012 年 12 月 19 日，FMHL 与 Giovanna Parent Limited 和 Giovanna Acquisition Limited 签订了一份合并协议。根据《合并协议》，私有化将通过 Giovanna Acquisition Limited 和 FMHL 合并的方式实施，合并后 Giovanna Acquisition Limited 将注销，FMHL 作为合并后的存续主体成为 Giovanna Parent Limited 的全资子公司。在签署《合并协议》的同时，江南春、私募发起人以及当时 FMHL 的第二大股东复星国际另行签署了一系列相关交易文件，据此江南春和复星国际各自同意将其所持有的 FMHL 股份的一部分通过约定的转换方式转换成 GGH 的股份。

2013 年 4 月 29 日，FMHL 召开临时股东大会，审议通过了《合并协议》及其所规定的各项交易；5 月 23 日，FMHL 向开曼群岛公司注册处报备并登记了合并计划；6 月 3 日，FMHL 终止了作为纳斯达克上市公司向 SEC 提交报告的义务。

截至 2013 年 5 月 23 日，私有化完成后 FMHL 的控制权关系如图 5 所示。

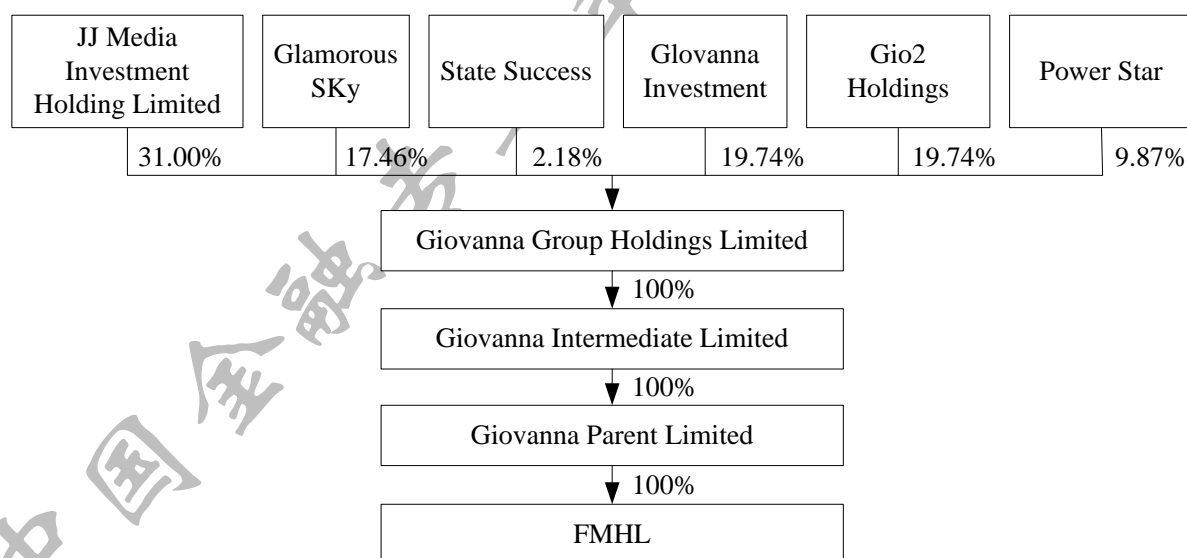


图 5 分众传媒私有化完成时的股权结构

2013 年 5 月 24 日，分众传媒宣布私有化完成，江南春持有分众传媒股份由私有化前的 19.38% 上升到 31%，对分众传媒的控制更加稳固。同样原分众传媒第二大股东复星国际在新公司中持股 17.46%，超过了原来的 16.82%。

私有化完成后，江南春不仅提升了对分众传媒的控制权还收获了股票变现收益，但是私有化后给公司的压力才刚刚开始。一方面，投资机构在退出机制上给

公司做出了硬性规定：如果分众传媒私有化完成四年后也就是 2017 年之前仍未重新上市，将至少分配 75% 的利润给 GGH，这意味着给江南春提出了分众传媒再上市的时间表。另一方面，私有化时所花费的 15 亿美元左右债务也给公司带来了沉重的财务压力。这些债务大部分在 4-5 年后到期，这也要求江南春要尽快将分众传媒重新上市，通过资本市场融资获得必要的偿债资金。

此时的中国资本市场对广告行业的上市正好有优惠政策，至少前途是乐观的，分众传媒历尽辛万苦私有化退市，实则是“以退为进”，俗话说的好：退一步，海阔天空。

4. 涅槃重生

4.1 重塑架构，再起征程

分众传媒与纳斯达克的“七年之痒”终究未能顺利度过。对江南春来说，通过上市公司这个资本平台，收购了框架、聚众，吞并了强劲竞争对手。与此同时，还实现了减持套现，所得颇丰。

不过，面对私有化后沉重的债务压力和上市承诺，江南春包袱沉重。更为严峻的是，从退市到再次上市，期间还有数年的过渡期。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”。

分众传媒私有化后江南春曾考虑过去香港上市，但与内地资本市场相比，H 股显然没有 A 股具有估值优势。中国内地资本市场经过 20 多年的发展日趋壮大，也期待着像分众传媒这样的潜力股回归。

回国内上市首要任务就是拆除 VIE 结构。早在 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》。2014 年 12 月，各方签署《终止协议》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，并已采取必要的措施以使上述协议终止完全生效；不存在各方之间依然有效的、与控制协议性质类似的任何协议安排。协议终止后，各方均不再享有该协议中约定的任何权利，也不再承担任何义务。至此，分众传媒的 VIE 架构拆除，公司股权结构如图 6 所示。

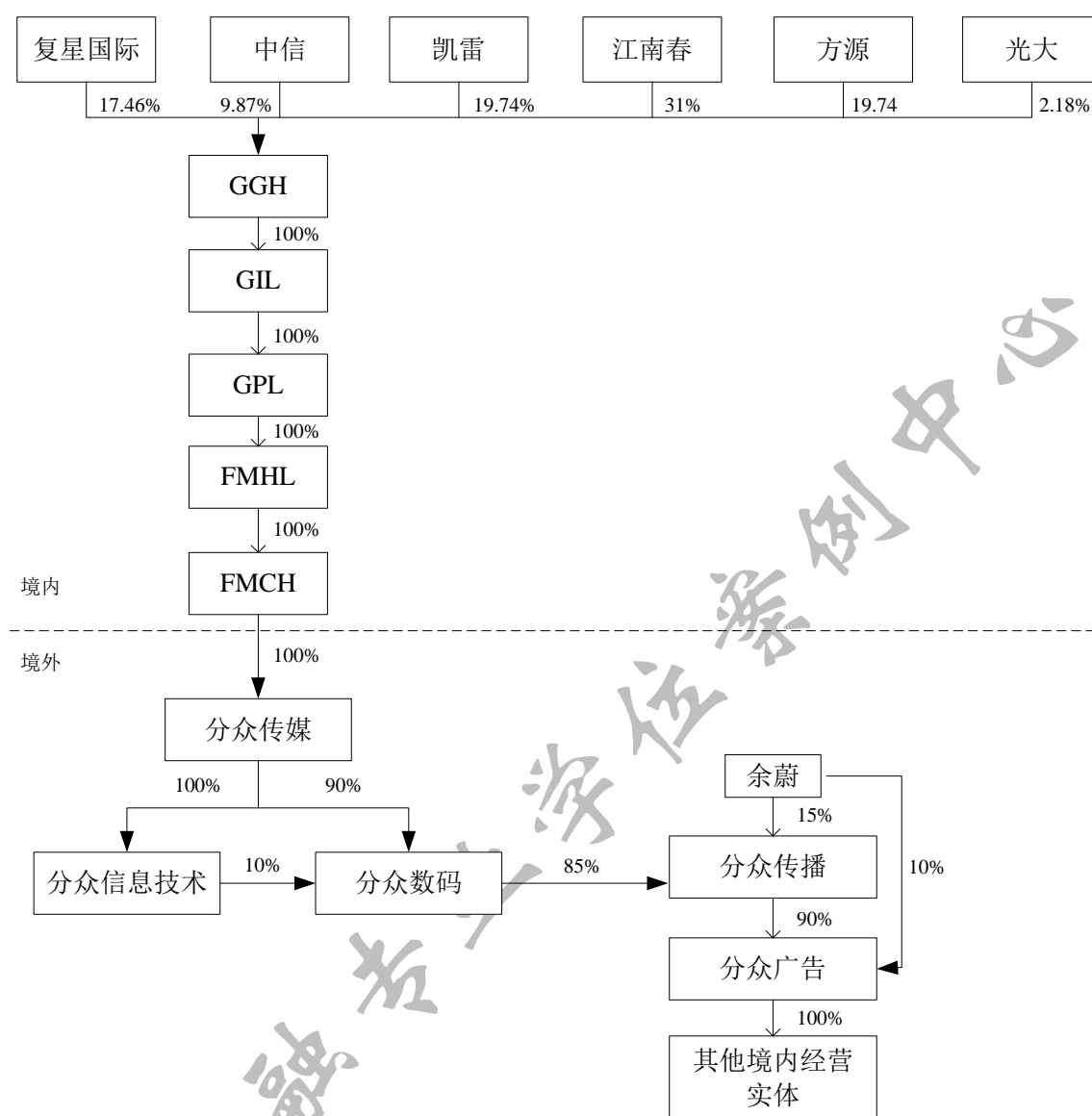


图6 分众传媒拆除VIE后的公司股权结构

既然决定回归A股，是排队等待IPO还是选择借壳上市，向左走还是向右走，选择又一次摆在江南春的面前。目前，中国资本市场股票发行仍然实施核准制，所有IPO企业都要经过证监会的审核后上市。分众传媒在海外退市后的两年期间一直没有出现在证监会IPO申请的名单中。与IPO相比，借壳上市程序相对简单，审核周期较短，标准相对宽松，受二级市场股票波动影响小。经过慎重考虑后，江南春最终决定通过借壳实现分众传媒登入中国资本市场。

分众传媒原为FMCH的全资子公司，为尽快实现借壳上市目标，分众传媒于2015年4月进行第一次股权转让，FMCH将其持有的共计89%的股权分别转让给FMHL原股东的附属公司（包括Media Management（HK）、Giovanna Investment

(HK)、Gio2 (HK)、Glossy City (HK)、Power Star (HK)、CEL Media (HK)、Flash (HK)、HGPLT1 (HK) 及 Maiden King Limited), 目的在于将 FMCH 的境外股权结构平移至境内。分众传媒借壳上市前第一次股权转让后的股权结构如表 1 所示。

表 1 分众传媒借壳上市前第一次股权转让后的股权结构

序号	股东名称	认缴出资 (美元)	实缴出资 (美元)	持股比例
1	FMCH	4,180,000.00	4,180,000.00	11.0000%
2	Media Management (HK)	9,042,083.73	9,042,083.73	23.7950%
3	Giovanna Investment (HK)	6,666,242.71	6,666,242.71	17.5427%
4	Gio2 (HK)	6,666,242.71	6,666,242.71	17.5427%
5	Glossy City (HK)	5,896,719.53	5,896,719.53	15.5177%
6	Power Star (HK)	3,333,121.36	3,333,121.36	8.7714%
7	CEL Media (HK)	737,106.88	737,106.88	1.9398%
8	Flash (HK)	368,536.50	368,536.50	0.9698%
9	HGPLT1 (HK)	1,058,594.00	1,058,594.00	2.7858%
10	Maiden King Limited	51,352.58	51,352.58	0.1351%
合计		38,000,000.00	38,000,000.00	100%

2015 年 4 月 29 日, 分众传媒通过股东大会决议, 同意部分境外股东将其持有的分众传媒部分股权进行第二次转让。各股东将合计约 30% 的股权转让给境内财务投资者, 共计套现 135 亿元人民币用于偿还私有化的境外过桥贷款和原股东部分套现退出。转让完成后的股权结构图如 7 所示。

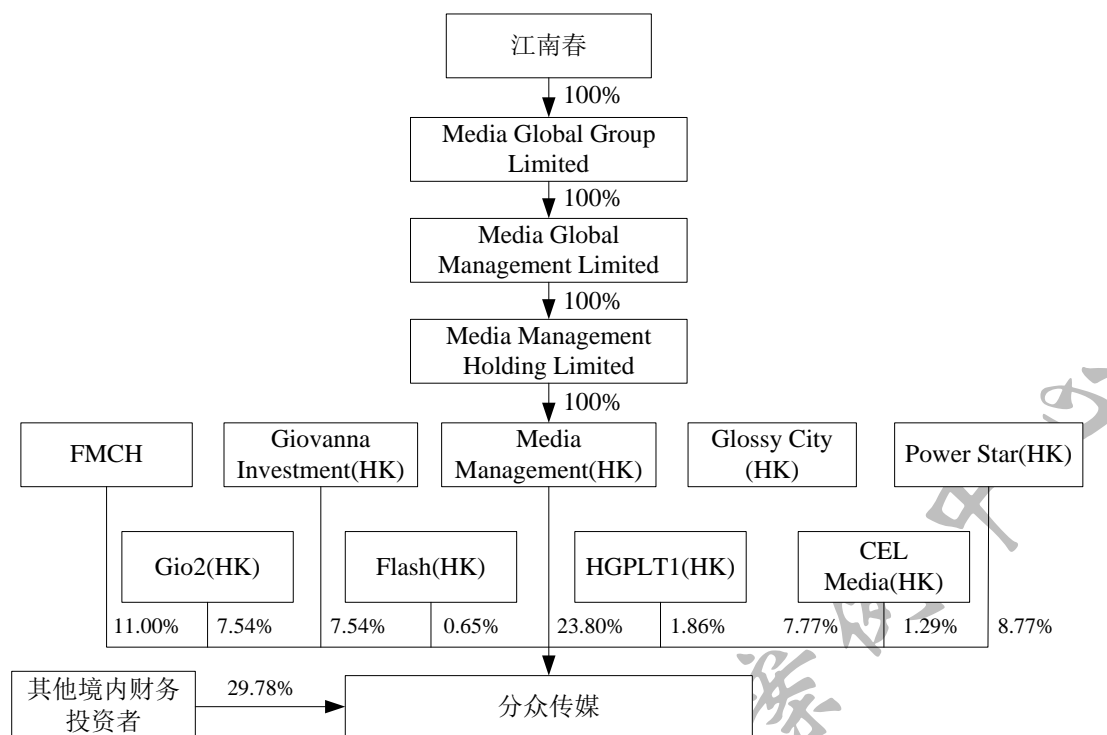


图 7 分众传媒借壳上市前第二次股权转让后的股权结构

4.2 借壳上市，强势重生

4.2.1 联姻宏达新材

借壳上市，“壳”的选择是关键，那么什么样的“壳”合适呢？在借壳上市中，壳公司的选择直接决定了收购方的借壳成本、项目完成的难易程度。因此，一个股本规模适中、股权相对集中、市值规模较小的“净壳”是分众传媒的首选。

基于以上条件，宏达新材可说是分众传媒借壳上市的理想选择。宏达新材主要从事高温硅橡胶系列产品的研究、生产与销售，受有机硅行业产能过剩、欧美需求不振等因素影响，硅橡胶下游市场需求疲软，行业整体低迷，导致近三年公司主营业务收入连续下滑，2014年，公司营业收入77,378.60万元，而净利润仅有1,404.51万元，停牌前公司总市值不到40亿元。

确定了借壳对象，分众传媒紧锣密鼓的开始了其借壳上市之路，沉寂两年的分众传媒终于在2015年回到公众视野之中。然而就在双方谈判过程中，宏达新材2015年6月17日公告，公司的实际控制人朱德洪因披露公司信息涉嫌违反证券相关法律法规被证监会立案调查。这对分众传媒来说，简直就是当头棒喝，始料未及。分众传媒一边等待宏达新材的消息，一边着手另寻他壳，可是等了两个多月也没有等来好消息。为了不耽误上市进度，8月31日，分众传媒终止了与

宏达新材的资产重组协议。

4.2.2 情牵七喜控股

与宏达新材的联姻“夭折”之后，分众传媒并没有停下脚步，这得益于江南春预备方案做的很及时。其实在宏达新材被证监会立案调查次日，广发证券就向分众推荐新壳——七喜控股。江南春即刻飞赴广州，与七喜控股董事长易贤忠进行会谈，确定初步方案后，迅速展开对七喜控股的尽职调查。

七喜控股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。近年来，公司所处的传统 IT 业务竞争加剧，并且随着电子商务的发展，原有的渠道模式也在不断调整和变革中。2012 年、2013 年及 2014 年，公司营业收入分别为 133,733.69 万元、141,778.07 万元及 39,664.84 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润仅为 312.33 万元、-13,618.99 万元、-106.53 万元，属于典型的亏损绩差壳。七喜控股股东和实际控制人为自然人易贤忠，控股 42.89%，股权关系简单，且相对集中。

2015 年 9 月 1 日，七喜控股发布重大资产重组预案公告，公司拟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。其中，拟置出资产作价 8.8 亿元，分众传媒 100% 股权作价 457 亿元。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，发行价格为 10.46 元/股，合计发行数量为 38.14 亿股，支付现金金额为 49.30 亿元。同时，拟以不低于 11.38 元/股向不超过 10 名符合条件的特定对象发行不超过 4.39 亿股募集配套资金，总金额不超过 50 亿元，扣除中介费用及相关税费后将用于支付本次交易现金对价。交易完成后，Media Management (HK) 将持有七喜控股 10.2 亿股，持股比例达 24.77%，成为控股股东，江南春将成为公司的实际控制人。本次重组的交易对方承诺分众传媒在 2015 年、2016 年和 2017 年的净利润分别不低于 29.58 亿元、34.22 亿元和 39.23 亿元。分众传媒借壳上市的具体交易过程如图 8 所示。

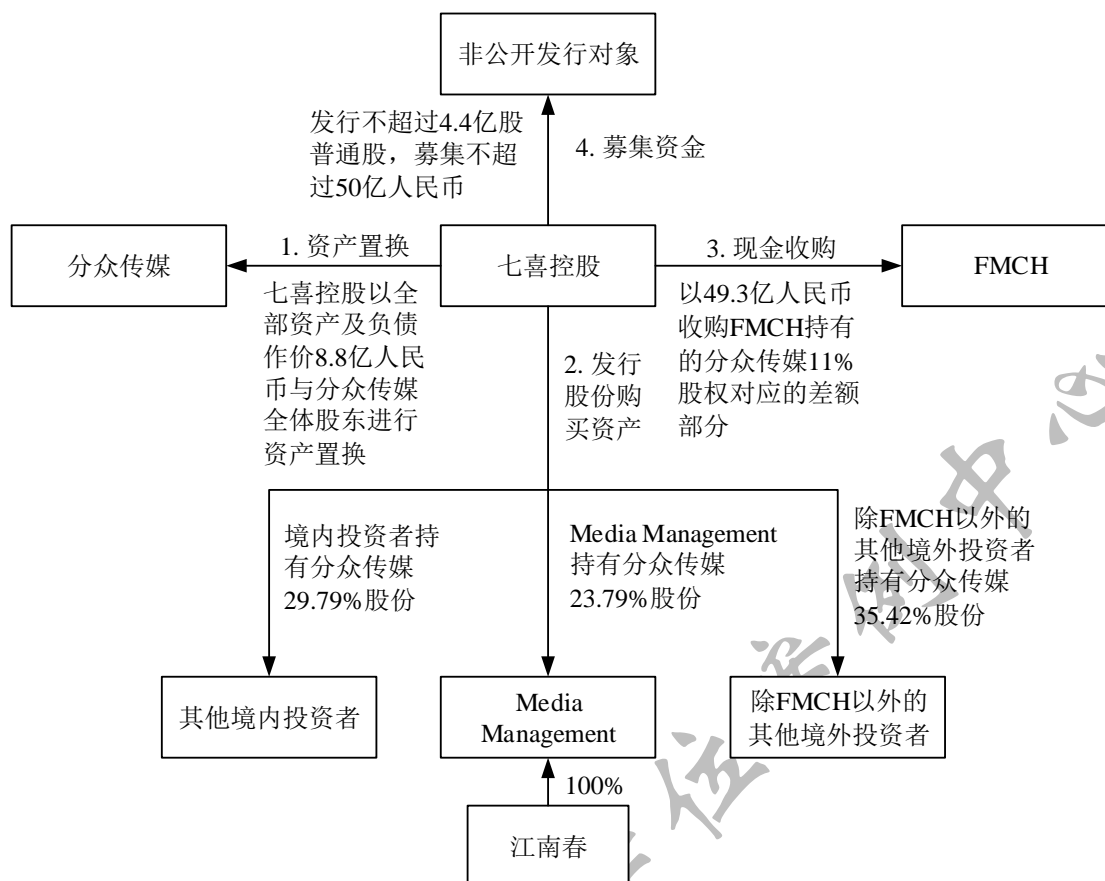


图8 分众传媒借壳上市交易过程

2016年2月27日，七喜控股发布2015年业绩快报，在合并分众传媒2015年财务报表后，上市公司实现净利润33.89亿元，分众传媒的财务成绩单表现不俗。2016年4月18日，七喜控股（股票代码002027）发布公告，公司名称更名为分众传媒信息技术股份有限公司（股票代码不变）。至此，分众传媒私有化后借壳上市资本运作之路完美收官。从2015年9月开始重大资产重组预案公告到2016年4月上市公司正式更名，分众传媒借壳上市以来的股票价格表现如图9所示。



图9 分众传媒借壳上市股票价格表现

5. 尾声

回顾过去十余年，为了获得外部资本助力，江南春将自己亲手创建的分众传媒推向纳斯达克市场，成为当时的“传媒明星”。然而，公司在美国股市的资本运作之路并不顺利。在经历了收购失利、“短信门”、浑水做空等事件打击后，分众传媒的股价跌入谷底，影响了公司后续的资本运作计划。为了给分众传媒提供更好的发展空间，江南春决定以退为进，着手安排公司私有化，并最终通过借壳七喜控股，如期回归A股市场。经过一系列的资本运作和市场沉浮，江南春领悟到，企业资本运作的所有动作都要围绕公司的核心价值来打造，不能为了资本运作而资本运作，更不能为了讲故事而大举进行兼并和收购。作为首个回归A股的中概股，江南春内心对分众传媒的未来还有诸多构想和希冀。

江南春的思绪被拉回到兴国宾馆宴会厅。此次顺利进入中国资本市场，江南春内心明白，这还远不是分众传媒资本运作之路的终点。在实现分众传媒生活圈、娱乐圈、生态圈的战略征途中，江南春如何利用资本运作应对前行中的艰难险阻，让我们拭目以待。

（案例正文字数：9130）

Privatization and Backdoor Listing Capital Operation of Focus Media

Abstract: Under the lead of founder Nanchun Jiang, Multi Media Technology (Shanghai) Co., Ltd. (short for "Focus Media") has grown from a simple media

company to the first Chinese concept stock back to A shares and double appraisalment. The company has won wide recognition in the industry with its unique video advertising business model, public & lively media spread. In the face of fierce market competition, Focus Media has always been at the forefront of the industry by listing in NASDAQ, privatization, return to A shares by backdoor listing etc. a series of capital operation. This case is to analyze privatization and backdoor listing behavior of Focus Media, explore affection of market timing to its capital operation mechanism, in order to provide reference for other similar companies how to utilize the capital market to build competitive advantage.

Key words: Focus Media; Privatization; Backdoor Listing