

PDF-CASE2016001

分众传媒私有化及借壳上市案例研究¹

案例正文

摘要：2013 年以来，一大批海外上市的中国概念公司（中概股）纷纷选择回归大陆重新上市，其中分众传媒借壳七喜控股上市，既是中概股回归 A 股上市的首案，又是所涉市值最大者²，因而具有较强的示范意义。本案例详细介绍和剖析了分众传媒回归的所有必要流程，包括私有化、VIE 架构拆除、股权调整、借壳上市等过程，有助于学习掌握并购过程中的关键资本运作节点。

本案例着重于研究分析四个部分：第一，分众传媒的回归动因；第二，回归模式的选择；第三，分众传媒私有化和借壳上市的资本运作的具体过程进行剖析，主要内容包括私有化股权结构调整、VIE 架构的拆除、对价支付、资产估值、避免股权稀释等过程；第四，对分众传媒海归借壳的价值分析，分众传媒借壳回归对各方股东的利益得失如何判断？最后，在此基础上，对这一案例进行综合评价，总结其中值得其他企业在私有化及借壳中值得借鉴和学习的因素，并对一些不足也作了探讨。

关键词：私有化；并购；借壳上市；中概股；VIE 架构

1 分众传媒简介

¹ 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。

² 截止2016年一季度末。

1.1 分众传媒的业务概况



图1 分众传媒公司主页的网页截图

分众传媒集团（Focus Media）由江南春先生于 2003 年创立，公司当前的主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要产品为楼宇媒体（包含楼宇视频媒体和框架媒体）、影院银幕广告媒体、卖场终端视频媒体等，覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景，并相互整合成为生活圈媒体网络。分众传媒通过内生增长和外延式并购相结合的方式，发展成为国内领先的数字化生活圈媒体集团，覆盖了中国超过 2 亿的都市主流消费人群。

截至 2015 年 12 月 31 日，分众传媒已形成了覆盖全国约 250 个城市的生活圈媒体网络，其中自营楼宇视频媒体约 18.9 万台，覆盖全国约 90 个城市和地区；框架媒体超过 111 万个，覆盖全国 46 个城市；影院媒体的签约影院超过 1000 家、银幕超过 6500 块，覆盖全国约 250 多个城市的观影人群；卖场终端视频媒体约 5.9 万台，主要分布于沃尔玛、家乐福等超过 2,000 家大型卖场及超市。根据益普索咨询《2015 楼宇液晶电视市场份额报告》，公司在全国楼宇视频媒体领域市场占有率约为 95%；根据益普索咨询《2015 电梯海报媒体市场份额报告》，

在全国电梯框架媒体领域市场占有率约为 70%；根据艺恩咨询 2015 年 1 月出具的《映前广告资源研究报告》，在全国影院映前广告领域市场占有率约为 55%。作为行业的领导者，公司拥有超高的市场占有率和强大的市场定价和议价能力，充分地把握着行业市场的主导权。



图 2 分众传媒业务概览

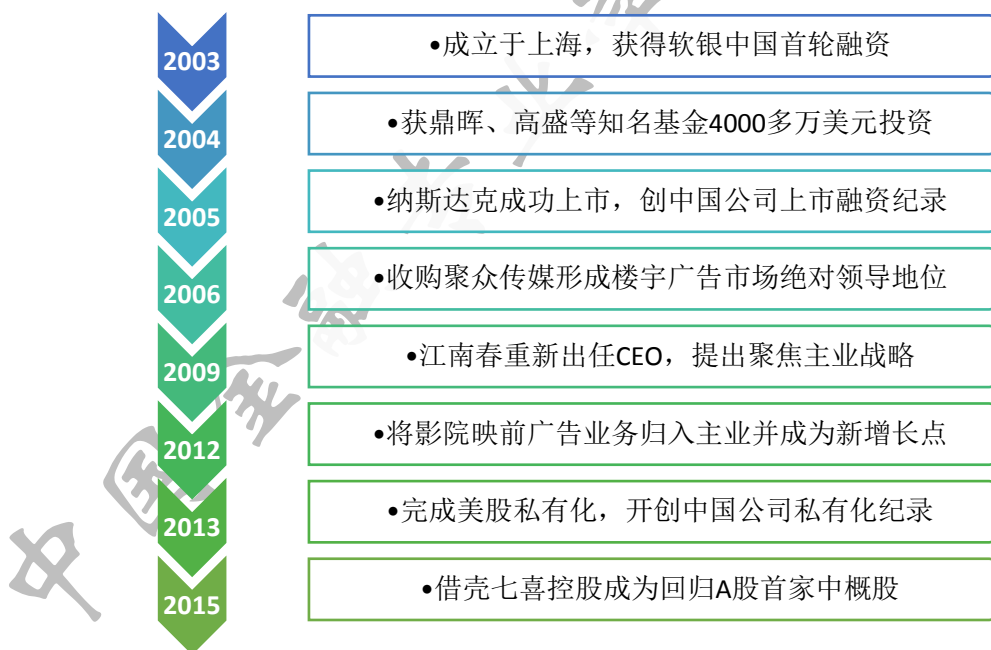


图 3 分众传媒大事记

1.2 分众传媒的业务分析

由以上介绍可以看出，楼宇媒体（包含楼宇视频媒体和框架媒体）业务是分众传媒的主营业务，根据分众传媒 2015 年年报数据（参见表 1），这部分营业收

入占比超过 80%，带来的毛利达到 84%，并且在分众传媒的三种业务中，其毛利率最高（74%）。

根据第三方调研机构 ipsos 的调研结果，分众传媒在楼宇电视市场占有率约为 95%，可以说是该市场的绝对领导者。分众传媒业务的后续发展很大程度上依赖于楼宇电视广告乃至整体户外电子屏广告市场的前景。

表 1 分众传媒的主要业务（2015 年）

	金额（万元）	占比
营业收入	862,741.16	100.00%
楼宇媒体	694,520.81	80.50%
影院媒体	135,317.50	15.68%
其他媒体	32,902.84	3.81%
营业成本	253,976.32	100.00%
楼宇媒体	180,836.32	71.20%
影院媒体	51,160.14	20.14%
其他媒体	21,979.87	8.65%
毛利	608,764.83	100.00%
楼宇媒体	513,684.49	84.38%
影院媒体	84,157.36	13.82%
其他媒体	10,922.98	1.79%
毛利率(%)		70.56%
楼宇媒体		73.96%
影院媒体		62.19%
其他媒体		33.20%

楼宇电视广告是户外电子屏广告的重要组成部分，根据第三方调研机构易观智库发布的调研数据，在 2014 年第 4 季度，商业楼宇在中国户外电子屏广告市场收入份额达到了 40.3%（参见图 4），是各类户外广告中的佼佼者。

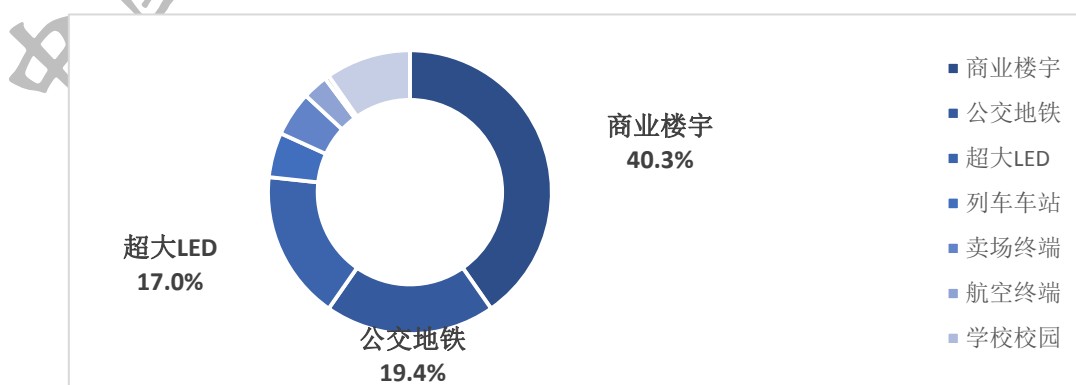


图 4 2014 年第四季度中国户外电子屏广告细分市场收入份额

而整个户外电子屏广告市场虽然存在一些季节性特征,但总体上看也处于高速发展当中,其年化增长率在 10%左右(参见图 5)。

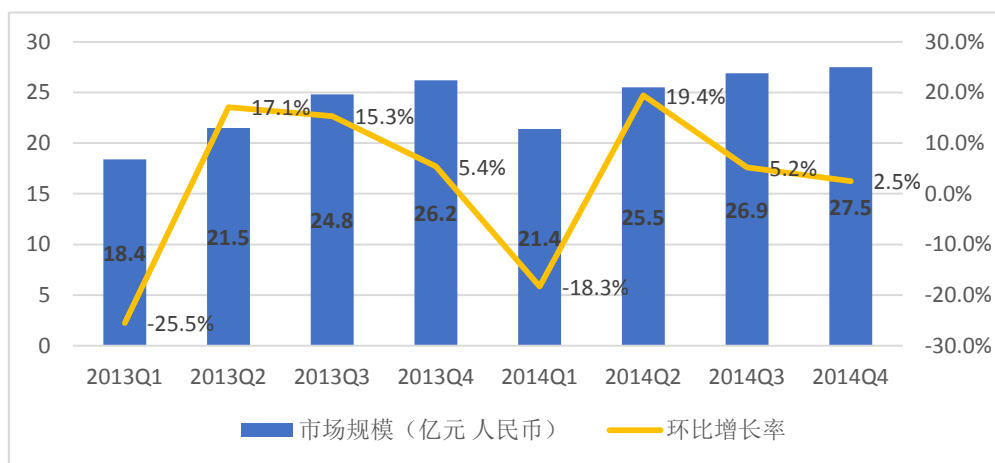


图 5 2013-2014 中国户外电子屏广告市场规模

总体来看,无论从受众年龄层,还是收入情况来看,楼宇电视广告相较于其他广告形式,其效率较高。

表 2 分众传媒与电视台单个广告 CPM 对比

	分众传媒 单个广告 CPM	当地最优电视 台 单个广告 CPM	分众传媒 3000+人群 单个广告 CPM	当地最优电视台 3000+人群 单个广告 CPM	分众传媒 5000+人群 单个广告 CPM	当地最优电视台 5000+人群 单个广告 CPM
上海	34	260	44	447	91	1544
北京	40	163	53	346	94	855
广州	31	51	44	154	82	983
深圳	34	55	41	466	59	936

数据来源: CSM 媒介研究

另据 CSM 媒介研究,分众传媒楼宇广告的单广告 CPM(千人成本)远低于当地最优电视台。表 2 显示了北上广深的调研结果。

1.3 分众传媒的财务分析

分众传媒自 2003 年建立,到 2005 年火速奔赴纳斯达克上市,再到 2013 年私有化回归,一直保持着较高的增长速度——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%,净利润率除金融危机的 2008、2009 年外,均保持在 30%左右。

图 6 反映了分众传媒从成立到美国退市前一年的主要营收情况。从主要营收指标来看，除 2008 和 2009 年之外，其盈利能力和发展速度情况良好。

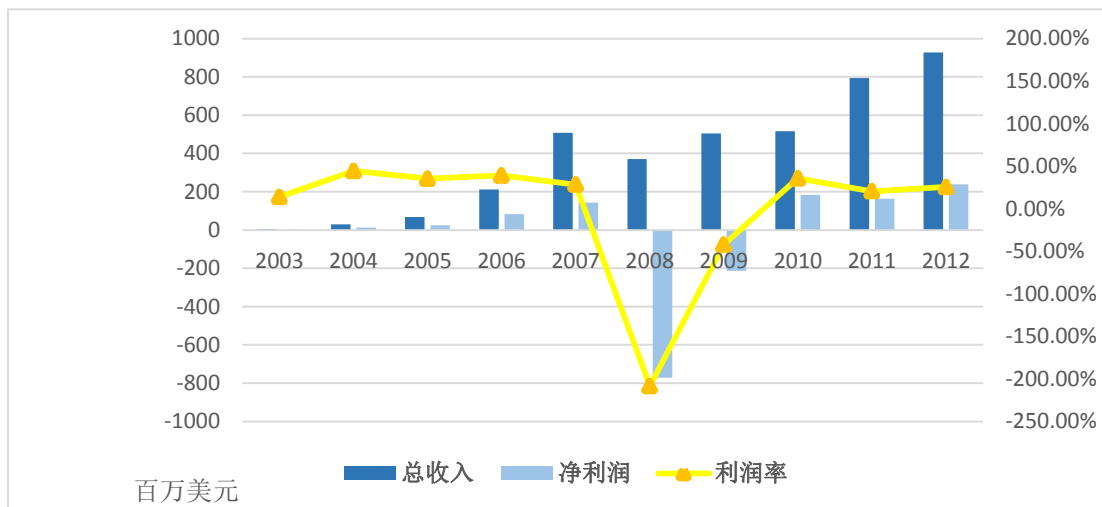


图 6 分众传媒历年总收入与利润情况

除了盈利能力，现金流量也是反映公司健康度的关键指标，图 7 反映了公司自上市到 2013 年私有化前一年的主要现金流量变化。可以看到，公司的经营活动现金流伴随着公司营业收入的增长不断增长，历年总的现金流量基本正常，除了 2008、2010 和 2011 三年总现金流出现了负值（分别为-2,750 万美元、-11,368 万美元和-12,326 万美元），上市 7 年来总的现金流增加了 63,748 万美元，平均每年增加 6,107 万美元。2008、2010、2011、2012 这四年的筹资现金流出现了负值，表明这些年份公司有大量偿还外部融资，这也意味着公司现金流状况良好。2012 年，公司经营活动增加的现金流净额为 35,825 万美元，投资活动增加的现金流净额为 4,849 万美元，筹资活动增加的现金流为-6,478 万美元，总的现金增加了 34,291 万美元，账面现金及现金等价物为 67,413 万美元。这些说明及至私有化时，分众传媒现金状况非常不错。

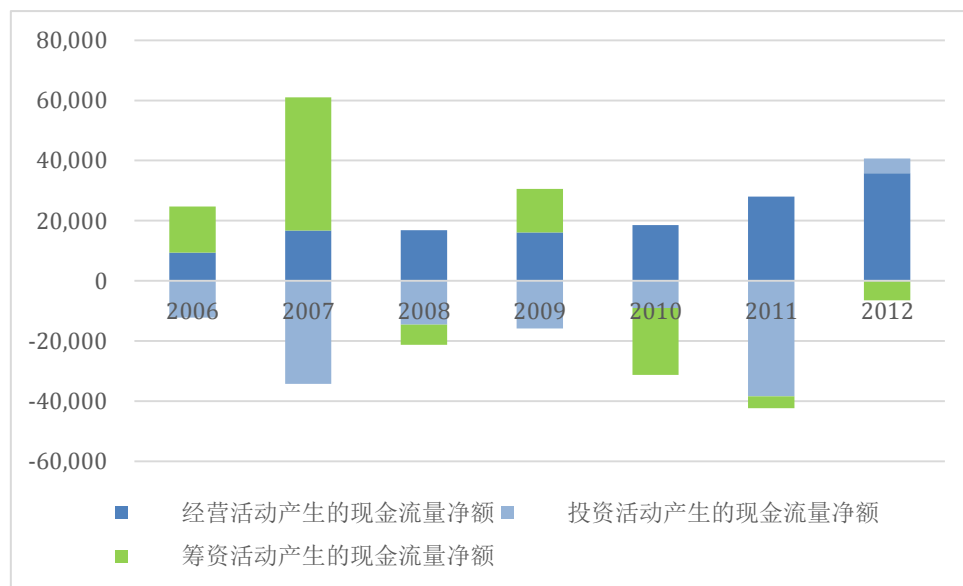


图7 分众传媒的现金流量状况（单位：万美元）

1.4 小结

综合以上可见，楼宇电视广告对于目标客户拥有较高的覆盖精准度和投放效率，兼具广度与深度。相较于传统广告媒介如电视、报纸等有着明显优势。在稳定增长的中国户外电子屏广告市场中，占据了重要的地位。可以预见，楼宇电视广告行业在未来一段时间内仍将持续增长。

而分众传媒在该市场中占有率超过9成，作为其主营业务也构成了分众传媒8成以上的利润。可以预见即使保持现状，分众传媒也将拥有稳定的、不低于行业增速的发展。

2 分众传媒的私有化

分众传媒的回归A股之路是由一系列资本运作组成的，可以分为私有化、拆除VIE架构和调整股权结构、借壳上市三个阶段，我们下面分别简要叙述，首先是私有化之路。

2.1 分众传媒在美上市时的股权结构

分众传媒的回归之路，始于私有化，我们首先回顾一下分众传媒从在纳斯达克上市到私有化之前的股权结构。

2005年7月13日，分众传媒在美国纳斯达克上市，每ADS发行价17美元，

1ADS=5 个普通股，其上市主体是分众传媒注册于开曼群岛的境外控股母公司 Focus Media Holding Limited（简称：FMHL）。江南春通过 JJ Media Investment Holding Ltd (JJ Media) 持有 FMHL 约 19% 的股份，另一大股东复星国际持有 FMHL 约 16% 的股份。FMHL 则通过其孙公司分众传媒和分众数码，与分众在境内的经营实体签订控制协议，从而实际享有经营收益，这一结构称为 VIE 架构³。分众传媒的这一 VIE 结构如图 8 所示。

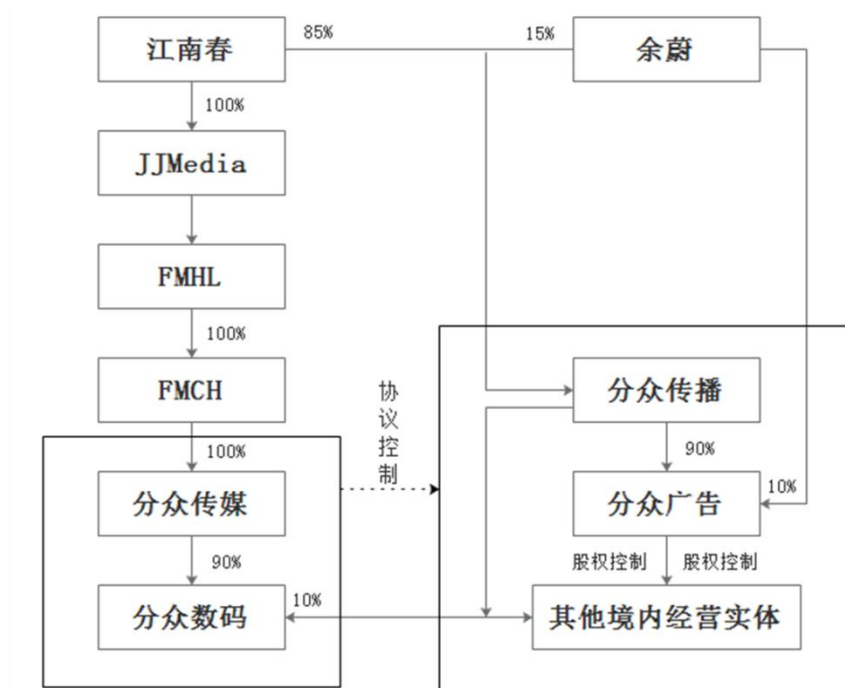


图 8 分众传媒 VIE 架构

图 8 中，FMCH 全称为 Focus Media (China) Holding Limited，即分众传媒（中国）控股有限公司，是分众传媒的境外母公司。

2.2 通过合并实现私有化

2012 年 9 月，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战略投资者（也即私募发起人），向 FMHL 董事会提议进行私有化，并由 Giovanna Investment Holdings Limited、Gio2 Holdings Limited、Power Star Holdings Limited 和 State Success Limited 四家公司依次代表上述四家战略

³ VIE 模式 (Variable Interest Entities, 直译为“可变利益实体”)，即 VIE 结构，在国内被称为“协议控制”，是指境外注册的上市实体与境内的业务运营实体相分离，境外的上市实体通过协议的方式控制境内的业务实体，业务实体就是上市实体的 VIEs（可变利益实体）。

投资者，采用境外收购常见的吸收合并模式进行私有化。

表 3 分众传媒私有化前的主要股东（2012 年 9 月 30 日）

股东名称	持股数量	占已发行普通股比例 (%)	股东类型
JJ Media Investment Holding, Ltd.	111,518,100.00	17.39	持股 5%以上股东
Fosun International Ltd	111,078,220.00	17.33	持股 5%以上股东
PRUDENTIAL PLC	40,933,025.00	6.38	持股 5%以上股东
合 计	263,529,345.00	41.1	

（1）第一步，由上述部分私有化发起人在开曼群岛自上而下设立 Giovanna Group Holdings Limited (GGH)、Giovanna Intermediate Limited、Giovanna Parent Limited 和 Giovanna Acquisition Limited 四家逐层控股的公司作为实施私有化主体。其中，GGH 由 Giovanna Investment Holdings Limited、Gio2 Holdings Limited 和 Power Star Holdings Limited 三方各持有约 33.33% 的股份。

设立多家逐层控股的海外公司是一些公司处理海外股权结构的一种常用手段，具体到本案例，这样做的主要考虑是：第一，后续要进行一系列的股权重组或剥离，建立不止一层的公司结构可以避免多次股权调整集中于同一家公司而带来的不便，以方便股权调整和资产转移；第二，从税务筹划的角度考虑，上述做法使得在后续须调整香港公司的股权时，可以直接调整 GGH 公司的股权，而不用调整 FMHL 的股权，根据现行税制，这样可以免向香港缴纳印花税；第三，中间公司层次性越多，操作的私密性越强，特别是当分众传媒重新上市后，如果只是通过各层海外控股公司的股权调整来改变分众的实际股权情况，许多具体事项就可以免于披露。

（2）第二步，2012 年 12 月 20 日，分众传媒宣布，公司与 Giovanna Parent Limited（以下简称“Parent 公司”），以及 Giovanna Acquisition Limited 两家公司签署最终协议，按照协议，Parent 公司将以每普通股 5.50 美元、或每美国存托股 27.50 美元的价格收购分众传媒。

结构方面，将 Giovanna Acquisition Limited 与 FMHL 合并；合并后，前者（Giovanna Acquisition Limited）停止存续，后者（FMHL）则作为合并后的存

续主体成为 Giovanna Parent Limited 的全资子公司。根据合并协议，江南春（及其控制的实体）和复星国际将所持有的 FMHL 股权注销，作为对价，获得 GGH 的部分股权（江南春持股 31%，复星国际持股 17.46%）和部分现金，FMHL 的其余公众股东所持股份获得现金对价后注销（具体方案详见附录一）。

价格方面，收购价格较分众传媒 2012 年 8 月 10 日每美国存托股 23.38 美元的收盘价溢价 17.6%。8 月 10 日是公司宣布收到私有化收购要约的前一个交易日。这一收购价格较截至 8 月 13 日的前 30 个交易日以及前 60 个交易日的加权平均收盘价高出 36.6% 和 33.8%。由此对分众传媒股权的估值在 37 亿美元左右。融资方面，私有化程中所需现金来自于前述四家投资者和银团贷款。权益资金由代表前述四家战略投资者的 Gio2 Holdings、Giovanna Investment、Power Star 和 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；债务资金由美国银行、国家开发银行、民生银行、花旗银行等 9 家银行向 Giovanna Acquisition 提供 15.25 亿美元银团贷款（实贷额 14 亿美元），以借款方持有的分众传媒股权作为质押，合并后，Giovanna Acquisition Limited 的债务由 FMHL 承担。分众传媒私有化过程中的融资具有以下两个方面的特点：第一，融资方式多样，兼有股权和债权融资，又以债权融资略占多数，主要是出于避免股权稀释的考虑；第二，额度适中，债务融资 14 亿美元，而其退市时的市值（以要约收购价每股 5.5 美元计）约为 37.4 亿美元，这和其他中概股回归时的杠杆相比属于适中的情况。

此次交易完成后，江南春、Giovanna Investment Holdings Limited 附属公司及其管理的基金、Gio2 Holdins Ltd 有限公司、Power Star Holdings Limited 有限公司以及 State Success Limited 有限公司将成为 Parent 公司的直接控制人。

在这一股权调整前后，江南春的持股比例大为上升，复星国际由于套现较多，持股比例虽稍有增加，但变动不大。总体不难看出，分众传媒这两位老股东的利益在私有化过程中得到了充分的保障。但这种谈判的成功也是有代价的，表现为，第一，江南春为此引入了巨额过桥资金（15.25 亿美元银团贷款，实贷 14 亿美元），将加大公司以后年份的财务压力；第二，江南春与战略投资者签订了于 2015 年年底之前重新在国内上市的对赌协议，本身也要承担国内市场行情及上市制度

变化可能带来的风险。

上述交易于 2013 年 5 月 23 日生效。2013 年 6 月 3 日，FMHL 向 SEC 报备注销了其股份和 ADS，终止了 FMHL 作为 NASDAQ 上市公司向 SEC 提交报告的义务。至此，私有化完成。此时其股权结构如图 9 所示：

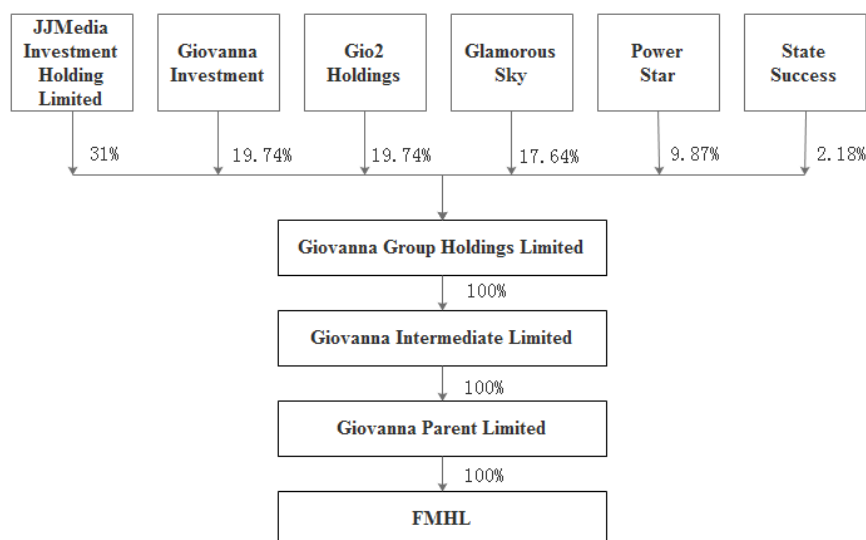


图 9 分众传媒私有化后股权结构

(3) 第三步，完成私有化后，GGH 又对其股权结构进行了局部调整，主要表现为引进新股东 Media Global Management Limited（由江南春实际控制）、Frame Up Limited、HGHL Holdings Limited 和 Flame Venture Limited。原股东 JJ Media 退出。具体调整过程见附录 2。

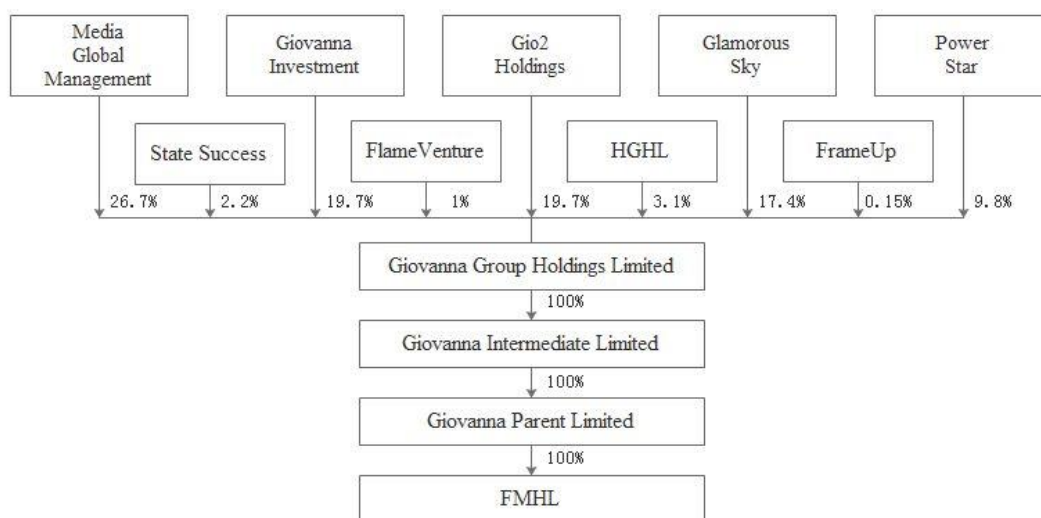


图 10 分众传媒私有化调整后股权结构

3 拆除 VIE 架构

当初中概股海外上市时，VIE 架构是普遍采用的模式，搭建 VIE 架构原因主要在于规避中国法律的限制。规避的第一个限制是注册地限制，一方面，纽交所、港交所所接受的注册地不包括中国，另一方面是绕开中国证监会的审批；第二个限制是一些行业，比如互联网通讯、传媒、教育等限制外资持股比例，因而境外投资者通过一系列的 VIE 协议来实现对境内公司的控制，而不需要实际的股权控制，这些协议包括，《股权质押协议》、《业务经营协议》、《独家咨询和服务协议》、《借款协议》等。

而回归 A 股时，拆除 VIE 架构的原因在于：原来需要规避的两个法律限制已经不复存在。尤其是，根据《外商投资产业指导目录（2004）》，广告行业不迟于 2005 年 12 月 11 日后，外资间接全资持有境内广告企业的产业政策障碍消除，分众传媒逐渐将大部分业务转移至其直接再投资的广告企业，报告期内分众传媒大部分的经营性业务及资产均已纳入分众传媒全资及控股的子公司。如果依然采用复杂的控制结构，不符合公司治理的透明原则，在中概股在国内市场重新 IPO 或者借壳上市时，VIE 架构会成为公司治理结构的一个障碍。

拆 VIE，简要说就是解除境外控制公司和境内公司之间的 VIE 协议，从而让境内公司独立。而解除这些 VIE 协议的前提是，境外投资者能够获得其满意的回报或条件。

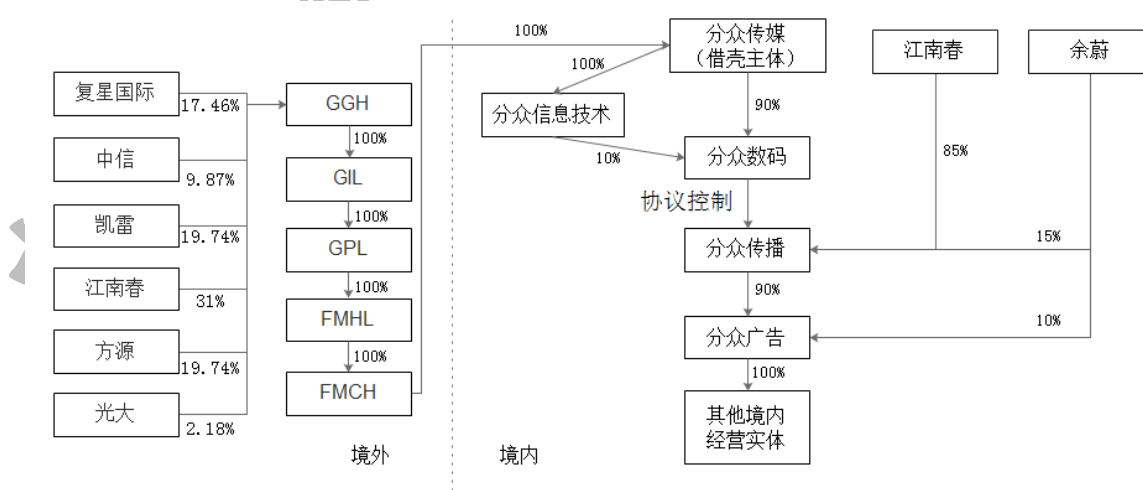


图 11 VIE 拆除前，分众传媒的股权结构图

2010 年 8 月，原控制协议各方协定终止了除分众广告和分众传播之外的其

他 VIE 实体的控制协议。2014 年 12 月，各方又签署协议，终止了针对分众广告和分众传播的控制协议。2015 年 1 月，根据约定，江南春将其持有的分众传播 85% 的股权转让给分众传媒，分众传媒通过股权控制的方式持有相关经营主体的股权。至此，VIE 架构拆除完毕。

拆除 VIE 架构后，为下一步借壳上市考虑，FMCH 又将其全资子公司分众（中国）信息技术有限公司、池众信息技术（上海）有限公司、上海分众软件技术有限公司、深圳前海分众信息服务管理有限公司 100% 股权转让给分众传媒，以实现优质资产的注入。

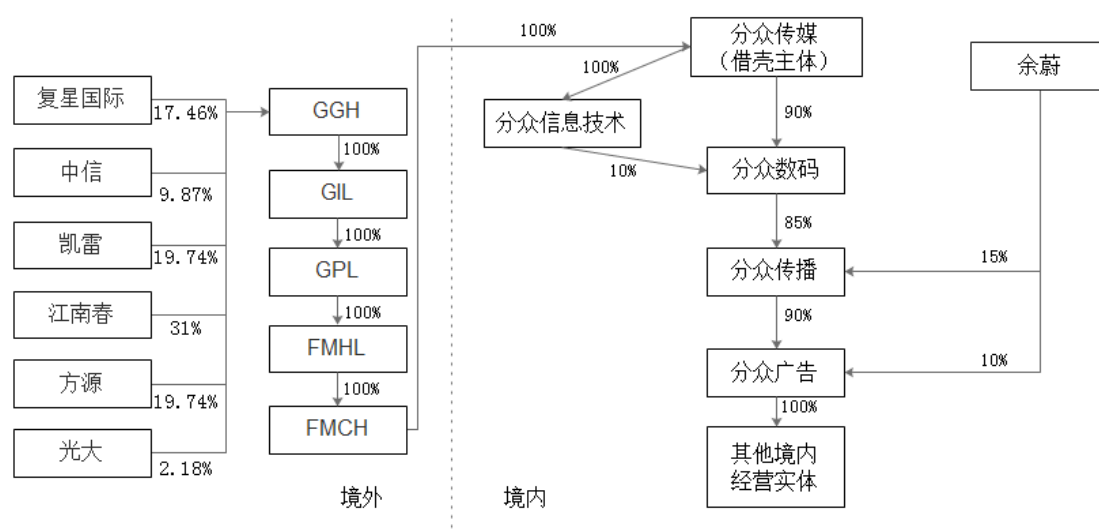


图 12 拆除 VIE 后，分众传媒的股权结构图

4 股权结构进一步调整

在完成私有化和拆除 VIE 架构后，分众传媒相关各方在 2015 年 4、5 月间密集进行了两轮股权结构调整，为借壳上市做最后的准备。

（1）2015 年 4 月，为了简化分众传媒持股结构、确保分众传媒在境内借壳上市前股权清晰，持有分众传媒实际权益的各境外股东通过在香港设立各自的独资 SPV，承接其原通过 FMCH 间接持有的大部分分众传媒股权，将海外 FMHL 的股权结构“平行下移”至分众传媒，一改原先由 FMCH 全资控股分众传媒的局面。这一调整通过 FMCH 将其全资子公司分众传媒 89% 的股权分别转让给 FMHL 原股东的附属公司来实现；完成这一操作后，FMCH 还直接持有分众传媒 11% 的股权，股

权结构图如 13 所示。股权平移至境内也便于偿还用于私有化的境外过桥贷款和原股东部分套现退出。FMCH 转让的分众传媒 89%的股权，使得 FMCH 应就股权事宜向分众传媒所在地的税务机关缴纳约 40 亿元的所得税。

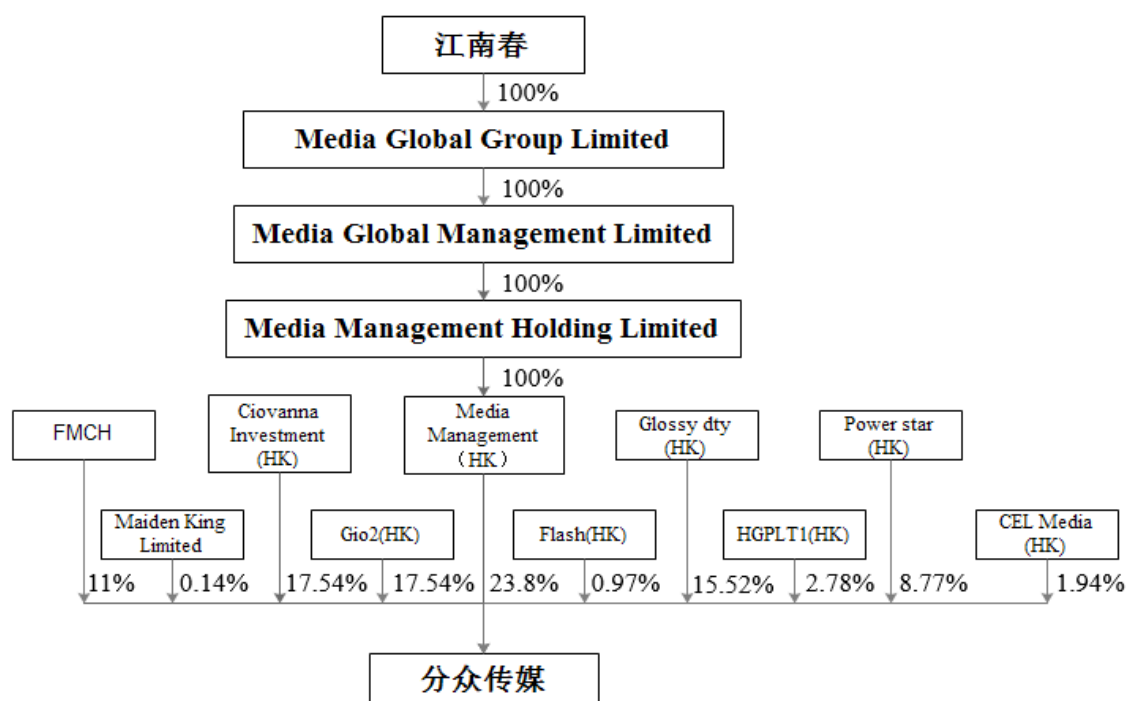


图 13 分众传媒股权调整 1

(2) 2015 年 5 月，分众传媒又进行了第二次股权调整——部分股东将合计 29.78%的股权转让给境内财务投资者和分众传媒员工持股企业（即宁波融鑫智明股权投资合伙企业，详见附录 4）。按照转让协议中人民币 450 亿的估值计算，原股东共计套现约人民币 135 亿元。其原因在于，一方面，部分原股东出于财务考虑，产生了退出套现的需求；另一方，境内财务投资者及分众传媒员工持股企业，看好分众传媒未来的发展前景以及借壳上市后的投资价值，希望入股。此次股权转让完成后的分众传媒股权结构如图 14 所示。

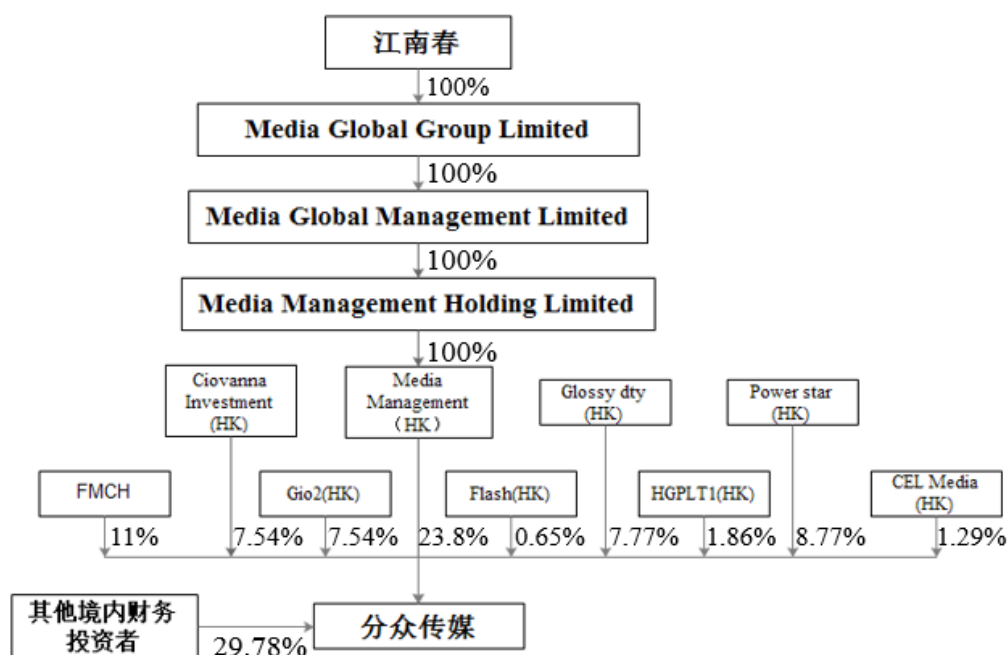


图 14 分众传媒股权调整 2

与此同时，分众传媒还将此前私有化时银团贷款置换成约束条件更少的过桥贷款（截止 2014 年底，分众用其自由现金流已偿还了 14 亿美元银团贷款中的 5 亿美元），并将承贷主体从 FMHL 下移至 FMCH 层面，以建立与股权结构相适应的债权债务关系。

值得注意的是，以上整个融资资金的获取和偿还都是具有时间梯度的，原因在于，除业务本身外，在拆除 VIE 架构及其后的股权调整套现中，也会逐步产生现金流，可以用于偿还债务。这种安排使得资金的介入与偿还前后相续，使负债与现金流在时间与额度上尽可能匹配，避免了短期内财务压力集中的情况。

5 分众传媒借壳七喜控股

分众传媒的借壳上市，由七喜控股通过资产置换、发行股份及支付现金购买分众传媒 100% 股权来实现，交易总额为 4,570,000.00 万元。该交易的关键时间点如图 15 所示。

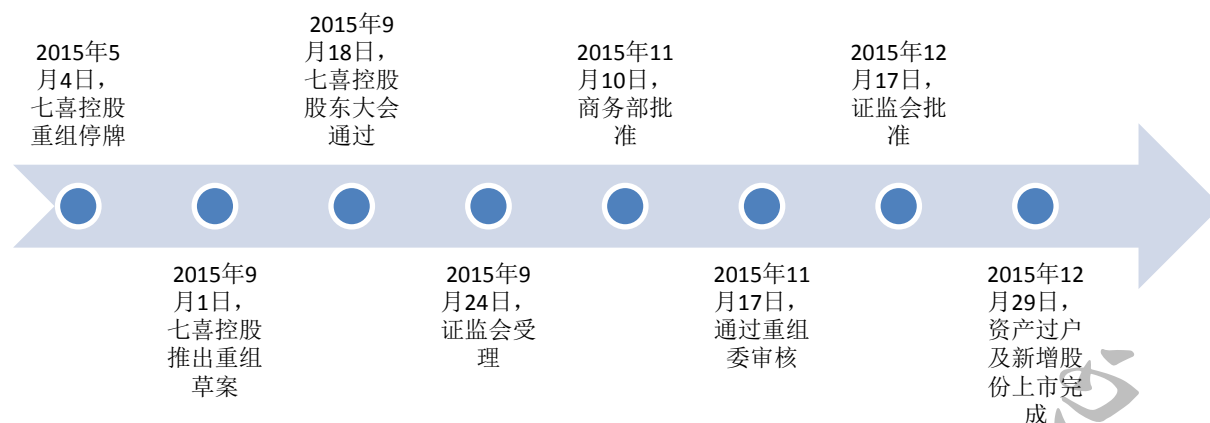


图 15 分众传媒借壳七喜控股关键节点

5.1 七喜控股的基本情况

七喜控股股份有限公司成立于 1997 年，位于广州市黄埔区云埔工业区。公司于 2004 年 8 月在深圳证券交易所挂牌交易上市（股票简称：七喜控股，股票代码：002027），主要从事电脑的生产与销售、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。七喜控股生产的产品主要是 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。

七喜控股在 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。近年来，七喜控股所处的传统 IT 业务竞争加剧，并且随着电商的发展，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。七喜控股近年来不断收缩主业，处置非核心资产，并通过涉足手机游戏及智能穿戴领域尝试转型升级，但是，七喜控股产业结构调整仍未取得预期效果，未来发展前景不明朗，并缺乏明确的具体目标。

分众传媒借壳之前，七喜控股控股股东和实际控制人为自然人易贤忠先生，易贤忠直接持有七喜控股 42.89% 的股权。

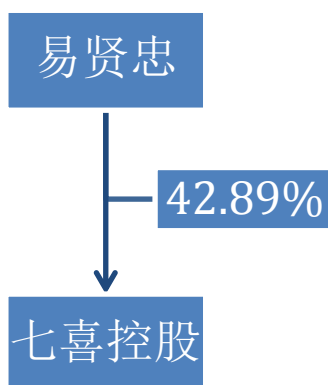


图 16 分众传媒借壳之前，七喜控股的控股股东

5.2 分众传媒的基本情况

分众传媒的业务情况可以参见本案例 1.1 的分众传媒业务概况。

截止到借壳之前，分众传媒简要的资产负债、利润情况如表4和表5所列示。

表 4 分众传媒的资产负债表概要（2012 年 12 月 31 日~2015 年 5 月 31 日）

单位：万元

项目	2015年5月31日	2014年12月31日	2013年12月31日	2012年12月31日
流动资产合计	579,873.48	791,923.10	702,078.62	830,990.41
非流动资产合计	90,591.99	93,004.50	72,705.29	72,809.99
资产总计	670,465.47	884,927.60	774,783.91	903,800.41
流动负债合计	405,438.85	311,920.78	254,270.37	297,236.64
非流动负债合计	3,815.69	3,673.23	2,328.81	1,935.13
负债合计	409,254.54	315,594.01	256,599.18	299,171.78
所有者权益合计	261,210.94	569,333.58	518,184.73	604,628.63

表 5 分众传媒的利润表概要（2012 年~2015 年 5 月）

单位：万元

项目	2015年1-5月	2014年	2013年	2012年
营业总收入	316,663.93	749,725.64	667,451.42	617,204.93
营业总成本	191,995.34	492,202.04	452,869.28	443,593.83
营业利润（亏损以“-”号填列）	124,668.60	257,523.60	214,582.13	173,611.10
利润总额	149,270.65	294,828.80	239,182.17	187,935.21
归属于母公司所有者的净利润	120,110.58	241,482.99	207,693.86	133,882.95

经过私有化、拆除 VIE、股份调整之后，分众传媒的股东情况请参考前面的图 14。

5.3 交易方案

本次重组被称为“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”，由华泰联合证券和广发证券担任独立财务顾问。

本次重组包括了七喜控股以其全部资产置换分众传媒母公司 FMCH 的部分股份并支付现金购买 FMCH 剩余的分众传媒股份、七喜控股发行股份购买分众传媒除 FMCH 以外股东的股份、七喜控股非公开发行股份募集配套资金，一共是三个部分。

本次拟置出七喜控股的全部资产，作价 88,000.00 万元，拟置入资产为分众传媒的全部资产，作价 4,570,000.00 万元，两者差额为 4,482,000.00 万元，拟置入资产约为拟置出资产的 52 倍。

首先，七喜控股与分众传媒的母公司 FMCH 进行 88,000.00 万元的资产置换，FMCH 以所持分众传媒的部分股份作为对价向七喜控股支付，因为 FMCH 所持分众传媒股份为 11%，远超七喜控股置换的资产价值，因此剩余部分由七喜控股向 FMCH 支付现金总计 493,020.00 万元，购买其所持有的 11%分众传媒股权对应的置换差额部分，这样就完成了 FMCH 与七喜控股之间的置换。

第二步是向除 FMCH 外的分众传媒其他股东发行股份总计 381,355.64 万股，发行价格为 10.46 元/股，购买其所持有的 89%分众传媒股权对应的置换差额部分。

第三步，七喜控股还向其他特定对象以不低于11.38元/股的价格发行股份，募集配套资金500,000.00万元。发行股份募集配套资金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。

整个过程如图 17 所示。

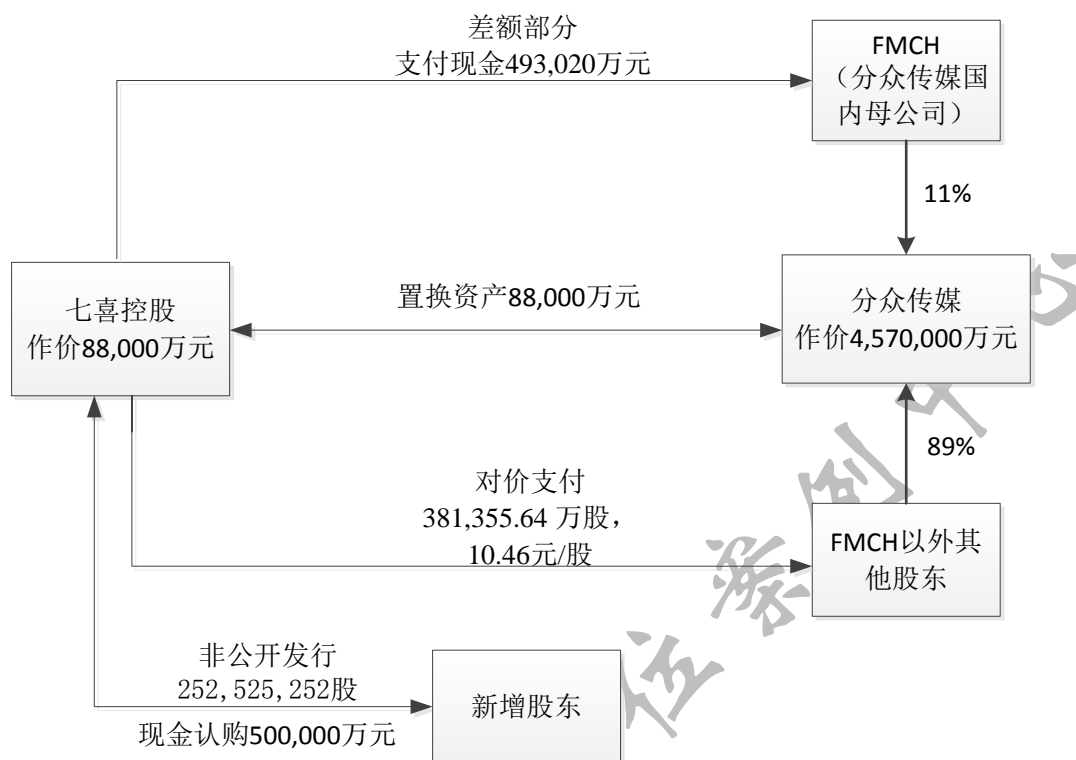


图 17 分众传媒借壳七喜控股的资产置换和股份发行

2015 年 8 月 31 日，七喜控股与 FMCH 等四十四名分众传媒的股东签署《盈利预测补偿协议》，各方同意，分众传媒全体股东应当按照相关法律、法规规定对标的资产在本次交易实施完毕当年及其后连续两个会计年度的扣非净利润作出承诺，经各方协商，分众传媒全体股东承诺标的资产在 2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的扣非净利润数分别不低于人民币 295,772.26 万元、342,162.64 万元、392,295.01 万元。如果低于承诺额，FMCH 以现金补偿 11%，分众传媒其他股东（不含 FMCH）以股份补偿 89%。现金补偿部分，分众传媒全体股东中的原股东（除 FMCH 外）各自对 FMCH 承担的现金补偿义务承担连带责任。应补偿股份由七喜控股以人民币 1.00 元的总价格进行回购并予以注销。

5.4 估值定价

估值定价是并购交易的核心问题。本次交易中，分众传媒与七喜控股对于估值有着较为一致的预期，因此较为顺利地达成了一致。

根据国众联评估出具的国众联评报字（2015）第3-016号评估报告书，以2015年5月31日为基准日，本次交易的拟置出资产评估值为86,936.05万元。根据《重大资产置换协议》，经交易各方友好协商，拟置出资产作价88,000.00万元。

根据中联评估出具的中联评报字[2015]第1064号评估报告书，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。

根据评估时时预测的分众传媒 2015 年利润数据，交易的市盈率为 15.45 倍。如果回顾近三年来具有可比性的传媒行业借壳上市案例（如表 6 所示），发现分众传媒借壳的市盈率略低于平均市盈率 18.12 倍。

表 6 近三年传媒行业借壳上市案例

证券代码	证券简称	交易标的	评估基准日	市盈率
002071	江苏宏宝五金股份有限公司	长城影视 100%股权	2013 年 4 月 30 日	11.63
000681	远东实业股份有限公司	华夏视觉 100%股权	2013 年 6 月 30 日	22.16
		汉华易美 100%股权		21.39
002195	海隆软件	二三四五	2013 年 12 月 31 日	17.29
以上平均				18.12
本次交易				15.45

注：数据源自各公司披露的交易文件。

6.借壳完成

6.1 借壳交易对上市公司股权结构的影响

借壳交易前，上市公司总股本为 30,233.51 万股。根据交易方案，本次发行股份购买资产拟发行 381,355.64 万股股份。交易完成后，Media Management (HK) 将持有本公司 101,958.89 万股股份，持股比例达 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。

表7 借壳交易前后上市公司股权结构的变化

单位：万股

股东名称	本次交易前		本次交易后（不含配套融资）	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
易贤忠	12,967.76	42.89%	12,967.76	3.15%
Media Management (HK)	1	-	101,958.89	24.77%
Power Star (HK)	-	-	37,584.40	9.13%
Glossy City (HK)	-	-	33,302.08	8.09%
Gio2 (HK)	-	-	32,319.94	7.85%
Giovanna Investment (HK)	-	-	32,319.94	7.85%
HGPL T1 (HK)	-	-	7,961.08	1.93%
CEL Media (HK)	-	-	5,543.36	1.35%
Flash (HK)	-	-	2,771.54	0.67%
珠海融悟	-	-	14,282.98	3.47%
箬菁投资	-	-	9,521.98	2.31%
其他交易对方	-	-	103,789.47	25.22%
重组前七喜控股其他股东	17,265.75	57.11%	17,265.75	4.19%
合计	30,233.51	100.00%	411,589.15	100.00%

2016年4月14日，分众传媒完成50亿元配套融资后，股本进一步扩大，江南春持有的股份（Media Management Hong Kong Limited）比例进一步下降，降至23.34%。

表8 分众传媒完成配套融资后的十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	Media Management Hong Kong Limited	1,019,588,922	23.3400
2	Power Star Holdings (HongKong) Limited	375,844,025	8.6000
3	Glossy City (HK) Limited	333,020,786	7.6200
4	Giovanna Investment Hong Kong Limited	323,199,356	7.4000
5	Gio2 Hong Kong Holdings Limited	323,199,356	7.4000
6	珠海融悟股权投资合伙企业(有限合伙)	142,829,752	3.2700
7	易贤忠	97,258,192	2.2300
8	上海箬菁投资管理合伙企业(有限合伙)	95,219,835	2.1800
9	珠海晋汇创富叁号投资企业(有限合伙)	85,623,587	1.9600
10	HGPLT1 Holding Limited	79,610,752	1.8200
	合 计	2,875,394,563	65.82

6.2 借壳交易对上市公司财务状况的影响

表9反映了七喜控股借壳交易前后财务状况的变化，之前，是七喜控股的财

务状况，之后，则为分众传媒的财务状况。

表 9 借壳交易对上市公司财务状况的影响

项目	2014 年 12 月 31 日		
	交易前	交易完成后（备考数）	变化率
总资产	59,077.25	884,927.60	1,397.92%
归属于上市公司股东的所有者权益	49,540.34	555,972.44	1,022.26%
归属于上市公司股东的每股净资产（元/股）	1.64	1.35	-17.68%
项目	2014 年度		
	交易前	交易完成后（备考数）	变化率
营业收入	39,664.84	749,725.64	1,790.15%
利润总额	662.86	294,828.80	44,378.29%
归属于上市公司股东的净利润	659.13	241,482.99	36,536.63%
基本每股收益（元/股）	0.02	0.59	2,850.00%

6.3 借壳前后，七喜控股（分众传媒）的股价走势

2015 年 5 月 1 日，七喜控股开始停牌，此时股价定格在 13.68 元，之前，七喜控股已经有了较大的涨幅，年初时（1 月 5 日），股价最低时仅为 7.51 元。到 9 月 2 日复牌，股价连续涨停，11 月 17 日重组方案获得了证监会重大资产重组审核委员会的审核，之后，11 月 23 日股价达到最高价 62.354 元，此后，开始步入调整，并逐渐稳定在 30 元以上的水平。



图 18 分众传媒借壳七喜控股前后的股价

资料来源：新浪财经

6.3 借壳之后

2016年4月18日，七喜控股发布公告称，已完成工商变更登记，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”。公司证券简称由“七喜控股”变更为“分众传媒”；公司英文简称由“HEDY”变更为“Focus Media”，证券代码仍为“002027”。与此同时，公告还宣布，公司注册资本已由302,335,116元人民币调整为4,115,891,498元人民币。至此，分众传媒围绕借壳上市的一系列资本运作宣告完成。

2016年4月21日分众传媒披露了2015年年报。公司在2015年实现营业收入86.27亿元，比上年同期增长15.07%；实现净利润33.89亿元（高于29.57亿元的承诺利润），比上年同期增长40.35%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利2.5元（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增10股。年报显示，分众传媒在去年传统媒体行业全线下滑7.2%的背景下取得了两位数的强劲增长，有几点原因。第一，“被动型”媒体受到了更多广告主的认同，保障了主营业务收入的持续增长。公司指出，分众传媒的楼宇、框架和影院广告占据了主流人群的生活圈，品牌信息在没有干扰的情况下形成强制性的收视，从而提升了品牌广告主的有效到达率和回忆率。

第二，新经济品牌对分众传媒的认知度和投放量不断提升。公司透露，新经济品牌企业为分众传媒贡献了近30%的营收，这个比例随着新经济品牌的不断崛起将持续走高。

第三，影院媒体业务增长迅速。受益于2015年度中国电影票房的蓬勃发展，去年分众传媒影院媒体业务实现营业收入13.53亿元，同比增长41.53%。益普索咨询出具的《影院媒体基础研究报告》显示，90%的观影者会在影片播放前观看广告片，影院广告形成了最高可达70%的到达率。

在传统主业楼宇媒体业务方面，分众传媒通过不断优化媒体广告效果，从而提升媒体价值，带动广告客户投放金额的上升，去年营收69.45亿元，同比增长12.82%，增速良好。此外，公司通过在终端设备中置入Wi-Fi、iBeacon、NFC接入互联网及移动互联网，实现屏与端的互动，成为O2O的线下流量入口，并以此为平台嫁接促销活动、宣传营销活动、生活消费服务、金融服务等。

（案例正文字数：10,048）

Case Study: Focus Media's Privatization and Reverse Merger

Abstract: A large number of overseas listed Chinese concept companies (Chinese concept shares) have chosen to return to the mainland China for re-listing since year 2013. The reverse merger of Focus Media, which is the first and the largest market value case among all the Chinese concept shares, has strong demonstration significance. This case analyzes the necessary processes of Focus Media's listing including privatization, removal of the VIE structure, ownership structure adjustment, reverse merge process in details. Knowing about the whole process is helpful to study and master key capital operation nodes in the mergers and acquisitions.

This case focuses on the research and analysis of four parts. First, the return motivations of Focus Media. Second, the choice of return mode. Third, the analysis of the specific capital operation of focus media privatization and reverse merger, including private equity structure adjustment, removal of the VIE structure, payment of the price, asset valuation, avoiding dilution of equity valuation. Fourth, the value analysis of Focus Media's return, and how about the benefits of the three parts of the shareholders. Finally, we give a comprehensive evaluation of this case and summarize the factors which is worthy for companies in privatization and reverse merger. We also discuss the deficiencies of this case.

Key Words: Privatization; Merger; Reverse merger; Chinese concept shares; VIE structure