

业绩不好要价高 中概股回归变数多

□本报记者 王荣

回归公司溢价奇高

综艺股份5月4日公告，公司拟以支付现金及发行股份的方式，总计作价101亿元收购中星技术100%股权。A股公司重组收购中概股资产原本是市场炒作的绝佳题材，但综艺股份复牌之后，三个交易日持续下跌15.76%。

投行人士指出，一方面因为中星技术借壳综艺股份尚未被批准，市场就传言监管层暂缓中概股在国内上市，证监会证实对中概股回归A股影响进行研究分析；另一方面，更重要的原因是，中星微电子私有化时对应人民币估值为29.34亿元，其旗下的子公司中星技术回到A股之后估值竟达101亿元，足足高出71.66亿元。

中星微电子在美国上市期间，业绩表现并不稳定。Wind统计显示，2011年至2014年，营收增速分别为-29.88%、11.83%、-9.36%和55.67%，2011年至2013年还持续亏损，2014年才盈利2874.09万元。

此次注入综艺股份的子公司中星技术在剥离芯片业务之后，承诺2016年、2017

年，2018年扣除非经常性损益的归属于母公司股东净利润预测数为3.46亿元、5.58亿元和9.16亿元。

上述投行人士指出，盈利状况不佳的中概股，为了满足A股上市条件享受高价差，通过拆分盈利资产包装注入或者借壳A股公司是常事。

万里股份5月4日公告，拟通过定向增发融资30亿元人民币以收购搜房网资产。目前该计划仍有待监管部门批准。搜房网并未从美国退市，但通过拆分盈利的互联网房产及家居广告营销业务，期望实现在A股和美股两个平台运作，仅A股部分资产就估价达161.8亿元，高于搜房网5月6日在美28.62亿美元的市值。

搜房网的业绩表现同样不佳，2015年公司收入8.835亿美元，亏损1520万美元。此次拟在A股上市的资产，2014年度和2015年度未经审计的归属于母公司的净利润分别为9.53亿元和7.74亿元，可见业绩呈现下降趋势。

多数公司业绩低迷

中星微电子、搜房网的“回归”只待监管部门放行，另有超过30个中概股回归还在路上。2015年1月以来，已有42家在美上市中资股宣布私有化，13家已经完成，但梳理相关公司过往业绩发现，其中大多数公司业绩不佳。

自去年以来宣布或完成私有化的中概股公司中，近三年营收保持高速增长的并不多。奇虎360、欢聚时代算是其中的佼佼者。欢聚时代2011年以来持续盈利，2011年至2014年的营收增速都保持在100%以上，但在2015年只增长60.32%。

欢聚时代3月22日公布财报显示，公司在线游戏业务下降拖累，去年净营收同比增长60.3%至58.972亿元；净利润为10.332亿元，同比下降2.94%。

更多拟回归中概股公司在美国上市多年盈利状况并未改善。世纪互联最近三年亏损逐渐加大，2013年至2015年亏损额分

别是4822.6万元、34848万元、42809.9万元；航美传媒2011年至2014年一直在亏损，期间营收在2013年以及2014年也出现下滑；优酷土豆（合一集团）最近几年亏损额也逐年扩大，营收增速更是逐年下滑，2011年营收增速为131.89%，2014年营收增速只有39.46%。

营收增速下滑是普遍现象，刚刚并入首旅酒店的如家，2012年至2015年的营收增速分别是45.97%、10.06%、5.2%、0.07%。世纪佳缘2011年至2014年的营收增速分别为97.65%、24.01%、19.91%、24.64%，净利润也逐年下滑。

业内人士指出，目前回归的中概股中除了少数公司属于行业龙头，更多公司其实行业内表现不佳。以电商平台为例，阿里和京东已经成为巨头，营收保持较高增长，当当网作为电商平台的境地较尴尬。

回归之路尚存变数

绩差中概回归却享受更高估值的情况或改变。5月6日，证监会表示，近3年已有5家在海外上市的红筹企业实现退市后，通过并购重组回到A股市场上市。市场对此提出了一些质疑，认为这类企业回归A股市场有较大的特殊性，境内外市场的明显价差、壳资源炒作等现象应当予以高度重视。证监会注意到市场的这些反映，正对这类企业通过IPO、并购重组回归A股市场可能引起的影响进行深入分析研究。

近两年，中概股回归A股更多的是通过借壳和重组渠道。证监会的表态直接影响回归中概股的市场表现，陌陌一度下跌8.1%，创下3月15日以来最大跌幅。欢聚时代一度下跌8.9%，创去年8月以来最大跌幅。当当一度下跌8.1%。

5月7日晚间，奇虎360公司通过官方微博发布声明，称市场关于360的私有化事项传言与事实不符。此前相关媒体报道，“中国证监会正在与360会谈，如果360在A股借壳上市，其大股东、员工，包括参与的机构需承诺接受6年禁售期；并且需承诺6年内不增发购买互联网资产。360初步拒绝，目前还在与证监会磋商。”目前，该报道已被删除。

市场也出现一些变化。有媒体报道，一些中概股回归份额投资者

证监会6日称，境内外市场的明显价差和壳资源炒作应得到重视，正对中概股通过IPO、并购重组回归A股市场可能引起的影响进行深入分析研究。监管层对中概股回归的关注，直接影响相关个股在美国市场的表现，当当网、陌陌和世纪互联的股价近两个交易日下跌9.03%、11.42%和6.56%。

近三年已有在国外上市的5家企业通过并购重组在A股上市，如今超过30家中概股尚在回归的路上。其中，不乏业绩表现不佳的公司，但在私有化的过程中却被国内资本市场追捧，形成境内外市场的明显价差。

壳资源炒作有望降温

□本报记者 张玉洁

分析人士指出，今年以来，A股市场借“壳”大戏不断上演。“壳”资源交易火爆，二级市场多只股票走出大幅上涨行情。监管层近期最新表态或让A股市场上壳资源炒作有所降温。

壳资源受热捧

*ST新梅由于三年连续亏损自4月8日起暂停上市，但在此之前，其股价曾从2月初的5元一线一路飙升至最高8.15元，阶段涨幅逾六成。2015年成功扭亏的*ST皇台，此前多次重组失败，股价自1月中旬起大幅攀升，涨幅最大时超过七成。Wind数据显示，具备壳概念的个股今年以来走势显著跑赢大盘。

市值低于50亿、实际控制人持股比例小于20%、民营企业最好、主业不振、有重组历史，前述关键字已经成为A股市场掘金壳资源的“常识”之一。目前来看，除了借壳高发地ST板块外，壳资源主要集中于纺织服装、矿业、化工、商业零售、造纸等传统周期性行业中，这些行业中的企业尤其是部分民营企业在转型期面临业绩和估值“双杀”，往往会选择卖壳彻底套现或出让控制权。

近年来，国有企业混合所有制改革增加了重组主体与让“壳”主体。国企改革顶层设计出台后，从中央企业到地方国企，国有企业资产整合和清退力度不断加大。在供给侧改革的大背景下，国企重组活跃，以往被认为借壳难度较高的地方国企及央企壳资源公司也不乏实施转让、重组乃至借壳案例。中国证券报记者不完全统计，2015年至今，已有恒天集团（现重组为华闻方舟，重组前所属中国恒天集团）、河池化工（实际控制人变更为民企，此前属中国化工集团）、友好集团（实际控制人变更为大商集团，此前属乌鲁木齐国资委）等多家国企上市公司正在或已经实施重大资产重组。近期中国南方公司工业集团将所持中国嘉陵的股权全数转让给龙光基业，龙光基业由此成为中国嘉陵的最大股东。根据以往市场操作手法，上市公司实际控制人变更后大多预示着后续资产重组“箭在弦上”，中国嘉陵是国企壳资源流通的最新案例。

分析人士认为，壳资源火热的背后是目前企业巨大的证券化需求和受限的供给下供需不匹配的写照。一季度数据显示，目前排队IPO的公司已经超过700家，按照目前的审核与发行速度，消化存量至少需要2-3年时间，这已经是业内人士的共识。2-3年的时间成本让不少拟上市公司谋求通过借壳的方式实现“弯道超车”。从今年已经或正在实施的借壳案例来看，大体量企业通过借壳的方式登陆资本市场的案例明显增多，带来上市公司市值的巨大变化进一步催化了壳资源个股在二级市场的表现。

在香港上市的全球第二大工业铝型材制造商中国忠旺的分拆上市计划显示，其旗下主营铝挤压业务的辽宁忠旺集团有限公司（忠旺集团），将通过借壳中房股份登陆A股，作价282亿元。中国忠旺也由此成为“香港红筹回归第一股”。而中房股份停牌前市值仅44亿元，复牌后走出连续上涨行情。

风险不容小觑

上市公司在被借壳之后往往能够收获巨大涨幅，一方面是因为上市公司被借壳之后基本面发生变化，公司价值得到重估；另一方面，上市公司借壳往往会被资本市场关注的热点，容易受到投资者热炒。据统计，被借壳公司复牌后的股价在短期内急剧上涨，十几个交易日相对累计超额收益平均达70%以上。

不过，分析人士认为，由于大多数散户并不具备和机构一样的资金实力和风控手段，同时并非所有被重组的公司都能完成从“乌鸡”到“凤凰”的涅槃，重组过程中重组方的道德风险不容忽视。

七喜控股（现为分众传媒）股价一飞冲天的背后也有宏达新材被火速“弃壳”的戏剧性事件。彼时公告显示，由于宏达新材和朱德洪涉嫌违反证券相关法律法规被证监会立案调查，分众传媒因此终止了借壳宏达新材的计划。复牌后股价一度跌幅超过40%，不少身在其中的股民损失惨重。

一些壳属性上市公司在公司治理和合规性方面存在短板甚至瑕疵，这也可能会成为重组过程中的“定时炸弹”。对投资者而言，若抱着“赌徒心态”盲目参与壳资源炒作，无疑将面临巨大风险。

互联网企业级服务站上风口

□本报记者 王荣

阿里巴巴刚公布了2015年全年业绩及第四季度财报，阿里营收241.84亿元，同比增长39%，净利润53.14亿元，同比增长85%。财报强调，云计算、互联网基础服务业务在第四季度继续保持快速增长，季度收入达到10.66亿元人民币，同比增长17.5%。

企业级互联网业务成为阿里巴巴发力的重点，腾讯也是如此，日前双方还在移动办公应用领域正面交锋。分析师指出，在过去20年的互联网行业发展过程中，消费互联网获得飞速发展，诞生了BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）互联网巨头。随着移动互联网、大数据的兴起，互联网与传统行业将深度融合，创造新的生态。

争夺企业级市场

“2016年将是企业级服务的爆发之年。”移动电子商务信息中心相关负责人日前表示，由于适龄网民非常多、跳跃式的现代化进程等原因，消费互联网过去十年快速增长，如今消费互联网日趋饱和，企业级互联网市场却有很大空间。

中国的企业级服务市场与美国相比差距仍很大。数据显示，目前，美国SaaS（软件即服务）市场规模达到1700亿美元，而中国仅有约35亿元，提升空间巨大。

当大多数互联网公司还在发力消费互联网，互联网巨头早已将重点从消费互联网转向企业级市场。据悉，早在2009年，阿里巴巴就看到了企业级市场的巨大潜力，并创立了阿里云。阿里云的服务群体中，活跃着微博、知乎、魅族、锤子科技、小咖秀等一批互联网企业。

2012年，微信推出微信公众平台。通过公众号，企业和商家可在微信平台上实现和特定群体的沟通互动。凭借这种互动营销方式，如今的微信公众平台已经有亿级规模用户。

目前，阿里钉钉推出，期望快速抢占移动办公市场，带走大量企业用户。腾讯也再次奋起反击，微信团队推出微信企业号，为企业客户提供移动服务，在企业产品体验方面，而是进入生态圈竞争。

有媒体报道称，百度正在研发自己的一站式移动办公平台。有中国电信背景的易信，也在这个过程中推出了企业版，力争分一杯羹。

互联网企业进军企业级应用市场并不意外。以微信为代表的消费应用市场正在逐渐饱和，而钉钉、易信企业版这样的企业互联网市场方兴未艾。数据显示，2014年国内从事移动办公人数达到3.58亿；2015年，这一数据达到3.94亿，增长10.2%。2016年，国内移动办公人数预计达到4.45亿人。这无疑是一片千亿级市场。

打造企业生态圈

“企业级市场已经从过去单纯的软件时代，转向了互联网时代，也给互联网的转型创造了机会。”业内人士介绍，过去，中国的企业级软件主要体现在OA办公、邮件系统和财务软件等方面，这些产品针对的是大型企业。比如ORACLE、SAP等厂商，他们为大型企业提供办公系统，一般会收取几百万美元的费用，并且针对系统里具体的账号和客户收取高额的服务费。在移动互联网的背景下，把企业级应用近似于免费提供给中小型企业，让过去只能是“贵族的享受”变得平民化。

不过，企业级市场的需求多样，这也是企业级服务市场难以集中的重要原因。在专业化的企业服务方面，阿里钉钉虽能满足相当部分中小企业的需求，但对于部分复杂需求的企业，尤其是中大型企业，阿里钉钉还需要加强。

“消费端的社交产品本质是娱乐工具，而企业级服务是生产工具。”国信证券分析指出，企业办公市场最终要回归到专业与服务。

在这场互联网与传统行业的融合中，是传统企业胜出还是互联网公司获胜尚难以预料。国信证券分析师指出，几乎没有企业能够有足够的精力完成所有企业服务需求，未来企业服务市场将走向集中化，部分具有核心地位的企业将成为中心角色，形成“自有核心工具+开放式API”的模式。这种竞争不再仅仅局限于其产品体验方面，而是进入生态圈竞争。

部分私有化中概股去年业绩情况

英文简称	证券简称	首发上市日期	去年总营业收入(万美元)	去年营业收入同比增速(%)	去年归属母公司净利润(万美元)	归属母公司股东的净利润同比增速(%)	截至5月8日总市值(万美元)
MOMO.O	陌陌	2014-12-11	13398.80	199.38	1369.70	153.89	279754.77
JMEI.N	聚美优品	2014-05-16	113079.94	78.66	12291.60	-71.29	88860.57
DSKY.O	乐逗游戏	2014-08-07	25232.92	66.49	4688.50	377.84	62792.03
YY.O	欢聚时代	2012-11-21	90816.33	60.32	103324.30	-2.93	310783.17
SSRX.O	三生制药(退市)	2007-02-07	25918.92	48.03	52628.00	80.40	-
KUTV.O	酷6网	2005-02-04	1090.90	27.09	-205.12	80.88	4771.61
VNET.O	世纪互联	2011-04-21	55968.52	26.35	-42809.90	-22.85	162501.42
JASO.O	晶澳太阳能	2007-02-07	208288.27	19.74	51588.50	47.18	39340.99
DANG.N	当当网	2010-12-08	143403.27	17.03	9154.80	3.89	53032.35
MY.N	明阳风电	2010-10-01	104673.34	15.75	23246.90	-35.16	38288.97

数据来源：Wind 制表/王荣 新华社图片 制图/王力