别了，华尔街

价值重估诠释中概股漫漫“回家路”

□本报记者 王荣

数据来源/公开资料 制图/韩景丰

今年以来，奇虎360、陌陌、迅雷等33家中国公司计划从美股退市，规模约400亿美元。“美国市场并未充分体现出360的价值。”奇虎360创始人兼董事长周鸿祎言语间表达了对华尔街投资者低估公司的不满。华尔街曾提供了中国互联网企业发展的初始资本动力，但如今巨大的资本套利空间以及两个市场对中国互联网企业理解上的差别，造就了业界“中概股回归之势不可逆转”的判断。

业内人士认为，面对仍处在不断完善中的A股市场，中概股的回归在估值上显现出了一种强势。诚然，A股投资者或许愿意给新兴产业更高的估值，但市场总会逐步成熟，过高的估值也会趋于收窄。如果中概股是为了企业的发展而启动私有化，那么实现回归的中概股显然应给A股投资者带来更好的回报。

不再迷恋华尔街

日前，互联网大会在乌镇召开，国内互联网大佬悉数出席。处在私有化浪尖上的奇虎360并没有过多透露进展情况，反而是最早登陆美国资本市场的搜狐颇为高调。

大会期间，搜狐发布公告，宣布收到来自公司董事长及CEO张朝阳的6亿美元回购要约。要约一旦执行，张朝阳将回购搜狐30%的股票和债券，加上现有的20.01%股份，张朝阳持有的搜狐股票将超过半数。

尽管搜狐否认这与私有化无关，但高度集中的股权将为后续私有化提供便利。国内一主导中概股私有化的投行负责人透露，创始人的野心以及持股比例将是决定私有化能否成功的关键因素。

搜狐曾经是“四大门户网站”之一，与新浪、网易等一大批海归回国创办的互联网企业在2000年登陆纳斯达克。而2000年也正是互联网泡沫破裂之际，美国资本市场无疑给了搜狐、新浪等中国互联网企业亟需的资本支持。2000年全球网民只有2亿，中国人也才开始认识互联网，而互联网轻资产、无持续盈利的情况使得其发展只能依赖来自华尔街的风投。

但互联网公司每次融资都是跟华尔街资本的一轮博弈。“公司每大规模发展一步，就面临股权被进一步稀释。”业内人士指出，目前马云只有阿里巴巴集团7.8%的股份，马化腾只有腾讯不到10%的股份，刘强东持有京东的股权也不超过20%。

更重要的是，经过十多年的发展，中国企业已经不再仅仅满足于华尔街投资者的评判。目前，华尔街对互联网公司估值普遍不高，谷歌的市盈率为33倍，与百度的市盈率相当，百度的市盈率为35倍数左右。

中国互联网公司的发展是基于超过6亿的网民群体。周鸿祎认为，2011年在美国纽交所上市后，360更是借助国际资本市场的力量保持了高速增长，年复合增长率超过100%。“公司以高速成长回报了投资人，然而我们当中很多人认为，360目前的市值并未充分体现公司的价值。”

对于中美互联网公司的盈利模式，华尔街也有不同的看法。美国投行人士介绍，华尔街通常是以硅谷的发展历程对比中国互联网企业，并且坚持将中国科技企业与美国相对应的企业对比，比如阿里巴巴上市前对比的标的企业是亚马逊+eBey，其实阿里巴巴与亚马逊的商业模式有很大区别。

面对中国互联网产业的高速发展，张朝阳曾表示，之前过于看重市值，紧跟华尔街的意愿，放弃了搜索和即时通讯两条业务线，导致搜狐错失了重要发展机会。

估值差诱惑难挡

然而，国内资本市场的红利毕竟是中概股回归的直接动因。12月18日，周鸿祎领衔的中资财团达成奇虎360的私有化交易协议，93亿美元的估值也成为迄今中概股规模最大的私有化交易。

中资财团包括中信国安、金砖丝路资本、红杉资本中国、泰康人寿、平安保险、阳光保险、New China Capital、华泰瑞联和华盛资本或其下属实体。此外，还有通过购买私有化基金间接参与的公司，电广传媒以不超过3亿元认购“华融360专项投资基金”的方式参与。

“这样可提高公司投资收益预期。”电广传媒对“绕道”提供私有化资金如此解释。一旦奇虎360完成私有化并登陆A股，公司就能享受投资收益。预计奇虎360将在2016年上半年完成私有化，随后最早于2017年在中国资本市场重新挂牌。

按照93亿美元的估值，以及2014年归属于普通股东的净利润2.19亿美元测算，奇虎360的静态市盈率为42倍左右。在A股的互联网公司中，这仍属于低估值。目前，多数A股互联网公司的市盈率超过百倍。以乐视网为例，该公司市值近1090亿元人民币，动态市盈率超过200倍。投行人士透露，以奇虎360目前的估值私有化，一旦其登陆A股市场将获得高额收益。

2013年5月，分众传媒完成私有化退市，当时的市值约26.46亿美元，折合人民币约165亿元。经过两年多时间，其以私有化估值的2.5倍价格借壳七喜控股。目前，重组尚未完成，但七喜控股的股价一直维持在高位。

“几乎所有互联网中概股都想回到国内资本市场，最好的结果当然是整体独立上市，但为了占坑也需要操作方式创新。”操刀某中概股回归方案的投行人士告诉记者，由于整体独立上市必须私有化并拆除VIE架构，其中要负担很多成本，因此有了搜房控股分拆部分资产装入A股公司万里股份完成回归的方式。

各路机构显身手

“华泰联合、民生银行在分众传媒私有化回归上赚了100亿元。”知情人士透露，在分众传媒私有化回归过程中，华泰联合证券提供融资和并购服务，民生银行提供过桥资金。目前，华泰联合证券还在主导奇虎360的私有化，奇虎360私有化的体量是分众传媒的4倍。

有投行人士透露，此前阿里巴巴、京东等企业赴美上市，国际投行高盛、摩根等赚得盆满钵满，国内投行没有参与的机会，而中概股回归热潮给了国内投行参与互联网投资的机会。

“我们的机会来了。”一位投行人士告诉中国证券报记者，作为新兴产业的代表，中国互联网公司回归国内资本市场是大势所趋。国内充沛的流动性、资金进行股权投资的强烈欲望直接为私有化提供了弹药，促成了这一资本盛宴。目前，投行已经尝到了甜头，正在积极说服更多主营业务在国内的中概股回归。

民生银行投资银行部总经理张立洲表示，中概股回归，本土资本乃至大环境能为互联网企业提供更多的理解和支持。张立洲认为，此前国内赴海外上市的互联网企业，除了在2013年享受了一些阳光之外，就没有享受良好的融资环境。“随着‘互联网+’战略的推出，A股对于优质互联网企业的估值并不吝啬。”

业内人士认为，对于中小投资人而言，中概股以高于二级市场的价格私有化，也给股价上涨留下了套利空间。对目前已公布私有化的中概股股价进行整理可以发现，有些计划回归国内市场的热门中概股，回报预期空间可能达300%。

投资众多互联网创业公司的红杉资本也希望通过回归享受收益。在众多私有化中概股中，红杉资本的身影频频出现，奇虎360的私有化财团中就有红杉资本。据记者粗略统计，目前私有化互联网中概股中近一半都有红杉的身影。

估值盛宴终有时

回归的中概股将如何对待A股的投资者？告别以机构投资者为主的华尔街，面对以散户为主的A股市场，不少互联网公司似乎显得非常强势。

乐视网2010年7月份登陆A股以来，通过首发融资73000万元，股权再融资122850万元，债券再融资253000万元。乐视网通过融资，购买花儿影视100%股权，购买乐视新媒体99.5%股权，补充了流动资金。

正在进行私有化的合一集团（优酷土豆），2010年10月份赴美IPO的融资规模为2.02亿美元，通过配股的方式融资5.93亿元美元。上市之初，优酷土豆的市值远远高于乐视网，而如今乐视网通过在A股的长袖善舞，乐视网市值超过了1000亿元人民币，而优酷土豆市值不足53亿美元。借助资本市场乐视网初步搭建了“平台+内容+终端+应用”的生态模式，而优酷土豆的盈利模式近几年没有出现变化，盈利状况也没有改善，广告商业模式亟待股改变。

回归后的中概股能否赢得A股市场投资者的持续青睐？赛富亚洲投资基金创始管理合伙人阎焱表示，现在A股市场的平均估值远远高于美国市场，将那边的公司拆了回国交易就可以赚3倍以上，中国的资本市场似乎有点抢钱的味道。但资本市场永远是波动的，这种情况不会持续很长时间，最后一定会形成均衡的市场回报。

换句话说，回归后的中概股应将焦点放在业绩本身。投资基金人士也认为，中国当下正处于经济转型的时期，对高新技术产业的认同度高，这类中概股回归国内有望在未来几年保持高估值状态。但这些企业业绩增长情况如果与市场认知不符，估值必将走低。

创始管理合伙人阎焱表示，最好的方式是借助中国资本市场将蛋糕做大。国内互联网的人口红利正在逐渐消失，面向消费者的互联网公司目前陷入盈利困局，通过烧钱模式获取用户、壮大市场并实现盈利的路径难走通。

今年以来，从“厮杀”到“相爱”的故事不断上演，滴滴与快的、58同程与赶集、携程与去哪儿、大众点评与美团，众多互联网细分领域的“老大”与“老二”爱恨纠缠不断重复。“资本支撑下的高补贴模式难以为继。”互联网行业人士曾航表示，但在讲述新故事的同时，企业发展能否出现新希望需要进一步观察。

在“互联网+”的大潮下，回归后的中概股仍需要不断升级。周鸿祎就表示，奇虎360目前正进行全面战略升级，私有化及后续运作将为公司跨越式发展注入巨大的推动力。但业内人士认为，中概股回归后最终能否实现高回报仍需要时间来检验。

隐形成本+法律风险

中概股回归旅途不平坦

□本报记者 傅嘉

业内人士表示，中概股回归需经历私有化退市、VIE架构拆除和境内上市三个阶段。在这一过程中，中概股的回归需要考虑多重隐形成本，也要考虑其中面临的法律风险。

回归需迈过三道坎

好比当初新浪赴美上市“创造”了“VIE”这种新的上市模式一样，将VIE架构拆除并实现境内上市同样是资本市场的新生事物，并没有太多的先例可以参考。随着暴风科技、分众传媒、巨人网络的回归相继落地，业内对中概股回归的操作步骤也大致清晰。

“中概股回归需经历私有化退市、VIE架构拆除和境内上市三个阶段。”一位参与过中概股回归的投行人士向中国证券报记者表示，第一阶段是境外私有化退市。目前的操作路径有两种：一种是合并路径，由大股东直接与目标公司合并，或由大股东先设立一个全资子公司，然后通过该子公司与目标公司进行合并来完成私有化；另一种是要约收购方式，这也是目前多数中概股私有化的操作方式，由大股东和关联方按照商定对价收购小股东股票完成私有化。考虑到收购溢价和每家中概公司大股东的现金流问题，也给了外界参与该类中概股公司私有化的机会。“参与该类中概股回归的项目退出周期都较长，但考虑到估值套利和标的未来的前景，业内对参与热门中概公司私有化的热度可谓非常高。”

“完成私有化退市后，公司的VIE架构都要进行拆除，这是在境内上市的先决条件之一。”上述投行人士表示，在VIE架构拆除过程中，在没有外资准入限制的行业，若有意以合资企业身份上市，通常拆除流程是通过境内经营主体与境外上市主体设立的外商独资企业的重组，取消协议控制结构，最终实现境内创始人与境外投资人对重组后存续的企业直接持股，并将其改制为中外合资股份有限公司。而在外资准入限制的行业，通常由境内经营主体联合新投资人出资收购与之有协议控制关系的外商独资企业的股权或资产，转让所得最终流向境外上市主体，再由境外上市主体回购境外投资人股权，随后终止VIE结构的相关协议。

北京中银律师事务所合作人郭利军律师向中国证券报记者表示，在拆除VIE的环节，各家在细节都有诸多的实际情况要考虑，因此过程不可能完全一致，但其核心思路均是基于外资准入限制的要求，通过向境外投资人支付对价以达到解除相关VIE协议的目的。

目前，中概股上市路径主要有三条：第一种是IPO，暴风科技作为首家拆除VIE架构回归A股的互联网公司，登陆资本市场后的强劲表现，已经给业内树立了良好的示范效应。第二种是借壳上市，相对于独立IPO，借壳上市在审核流程上相对更快，但对中介机构而言沟通和运作成本较高，较为考验中介机构的撮合和协调能力。借壳七喜控股的分众传媒、借壳世纪游轮的巨人网络，均获得了二级市场的强烈追捧。第三种是登陆新三板市场。一位新三板投行人士表示向中国证券报记者表示，由于新三板从一开始在制度建设上就已经向注册制靠拢，不对盈利能力做实质性审核、甚至容许符合规范的部分对赌协议的存在，在某种层面上已经跟境外资本市场接轨。

多重暗礁仍需警惕

搭建“VIE”和拆除“VIE”都是为了规避法律问题所做的被动选择，因此不可避免其过程存在多重暗礁。

“境外的估值低，境内的估值高，资本市场的环境因素是大多数企业选择回归的主要原因。”上述投行人士表示，但中概股的回归不是一朝一夕可以完成的事情，对于参与方而言，需要考虑时间成本。“对计划拆除VIE架构的中概股公司而言，时间成本是回归进程中最大的不可控因素。拆除VIE架构进程中如各方投资股份的安排和退出、财务梳理、工商登记、外汇登记和税收缴纳等问题处理所耗周期通常在一年半左右。而考虑到股份的锁定期，这个时间周期会更长。”

利益问题同样不可小觑，拆除VIE架构需要平衡投资人间的关系。如果协调失败，企业回归的努力则将最终陷入“进退两难”的僵局之中。“另外还要考虑财务成本及纳税问题。”上述投行人士表示，进行VIE拆除的过程中，往往需要与投资人进行充分沟通，满足投资人的不同诉求。此外，拆除VIE结构过程中多轮收购涉及到相应的所得税纳税义务亦需履行，这些都意味着财务压力将倍增。

法律方面，中概股回归过程中也是暗礁丛生。“VIE结构源于规避法律监管，属于协议控制，与股权控制这样的直接控制不同。协议控制属于间接控制，因此在拆除VIE时，首先要面临的就是协定终止可能引发的纠纷。”郭利军向中国证券报记者表示，很多中概股公司的VIE结构设计让人眼花缭乱，涉及到多个离岸主体，中概股企业解除VIE结构回归A股，涉及到数个国家的监管法律的适用问题。郭利军表示，从未来的趋势判断，相关配套法律法规有望继续进行有针对性的松绑。

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：2.00元 广告许可证：京西工商广字0019号