

S T R A T E G Y O R A R B I T R A G E

透视中国企业 20 年资本国际化历程



战略与套利

海外中概股回归与上市之路

张立洲 乔加伟◎著

一部国际资本市场战略史诗

一本跨境资本运作简史

中信出版集团

S T R A T E G Y O R A R B I T R A G E



战略与套利

海外中概股回归与上市之路

张立洲 乔加伟◎著

中信出版集团·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

战略与套利: 海外中概股回归与上市之路 / 张立洲,
乔加伟著. — 北京: 中信出版社, 2017.11
ISBN 978-7-5086-8129-0

I. ①战… II. ①张… ②乔… III. ①上市公司—研
究—中国 IV. ① F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 215931 号

战略与套利: 海外中概股回归与上市之路

著 者: 张立洲 乔加伟

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者: 北京盛通印刷股份有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

版 次: 2017 年 11 月第 1 版

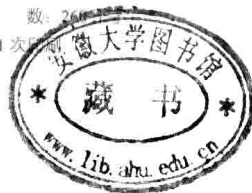
广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-8129-0

定 价: 69.00 元

印 张: 22.25 字 数: 260千字

印 次: 2017 年 11 月第 1 次印刷



版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com



战略选择与套利交易

一两年前，中概股^①回归是一个炙热而广受追捧的投资主题，而此时，它却是一个充满争议而又仿佛渐失热度的复杂话题。在海外证券市场上市的中概股的回归，笔者称之为中概股的“A计划”——从海外市场回归A股的梦想与抉择。

过去20年里，中国企业在远赴海外资本市场上市的历程中，既曾经历荣耀与辉煌，也曾遭遇挫折与无奈。而当下，回归之路亦充满荆棘与坎坷，这正是摆在读者面前的这本书的主题。

在过去一段时间，随着中国经济发展转入“三期叠加”的新常态，经济增速处于持续调整之中。政府在努力“调结构”的同时，把“稳增长”作为经济工作的中心，这也是国家宏观调控的主要政策目

^① “中概股”是“中国概念股”的简称，通常指在境外证券交易所上市的中国内地公司。已搭建海外架构而尚未登陆海外证券市场的公司则称为“中概公司”，是“中国概念公司”的简称。海外中概股、中概公司和在我国香港上市的内地公司通称为“红筹公司”。本书采用了这些定义及其内涵，但考虑到市场上的习惯表达方式，以及本书的论述重点是海外中概股，并非在港上市公司，因此笔者用“海外中概股回归与上市之路”作为本书的副书名，并在行文中按照中概股和中概公司来加以区分。海外上市的红筹公司私有化大致可分为三波：第一波是2008~2009年的私有化；第二波是2012~2015年的私有化；第三波是2016年以后的私有化。应该说明的是，与前两波红筹公司私有化潮流相比，2016年以来在我国香港上市的红筹公司私有化案例越来越多，比如东鹏陶瓷、万达商业、百丽等。

标。中国金融市场在保持总体相对稳定的情况下，经历了十分显著的波动。无论是 2013 年 6 月的突袭式“钱荒”，还是 2015 年股市的剧烈“震荡”，都表明中国金融市场正在经历深刻转折。

在实体经济转型期和金融市场转折期，伴随着金融监管政策的不断调整和市场可预测性的降低，中国金融领域的风险防范和投资驾驭难度也显著增加。经济金融环境的显著变迁，特别是转型过程中出现的严重产能过剩，以及传统行业衰落趋势，都使得好的投资机会变得日益稀缺，资本开始显得过剩。

正是在这样的大背景下，过去几年中，海外上市的中概股或拟海外上市的中概公司回归成为国内市场的热点。与此相呼应的是，中国作为转型经济体和新兴金融市场，经济转型升级的迫切性，以及对传统行业衰落的担忧，使得新兴行业企业获得了空前追捧和高估值，这也成为刺激海外中概股选择回归的直接动因。

一时间，在中国投资领域，特别是在资本市场上，无论是企业经营者，还是资本投资者，都将回归的中概股视为绝佳的投资对象。然而，这场万众瞩目的资本盛宴却经历了急剧的热冷切换。回归的中概股群体中，既有承载着辉煌与荣耀的分众传媒、巨人网络等成功者，也有充满无奈与彷徨的奇虎 360 等尚在证券市场门外的徘徊者。而从政府与监管者的视角来看，过去短短两年多，既有张开怀抱欢迎回归的鼓励与热情，也有举棋不定的质疑与犹豫。众多的市场投资者则经历了从热捧到冷观，从逐富梦想到回归理性的情感变化。

站在当下这个时点，回望曾经的投资追捧热潮，审视当前的艰难局面，有必要对中概股回归做一次理性的回顾、分析与反思。这既有利于市场参与者理性看待市场中的机遇与挑战，也有利于市场监管者客观评价中概股回归，以及其对金融市场的现实影响与潜在贡献，从而修正投资思维和监管取向，为未来的投资取向和政策安排提供有益的借鉴。

在笔者看来，海外中概股回归国内证券市场作为一种企业决策，

首先是基于企业发展需要和股东利益而做出的战略选择，特别是对已在海外成功上市的企业而言，选择从纽约证券交易所（简称“纽交所”）、纳斯达克等国际主流资本市场退市回归 A 股，这是企业极为重大的战略考量。

事实上，在海外上市的中概股当初远赴海外上市，最根本的原因还是 A 股资本市场无法满足企业发展的需要。在过去近 20 年的大部分时间里，海外上市成为国内企业经营成功的重要标志，也给这些企业带来了成功与荣耀。这些海外上市企业借助国际资本市场的融资便利获得了良好的发展，特别是以互联网为代表的一大批新兴企业，既获得了发展所需的资金，也在海外资本市场监管政策的影响下，形成了较为规范的治理机制和较为先进的管理理念。一些企业也借助海外上市的机会在国际市场上树立了很好的形象，打造了品牌，并将海外的新兴产业、技术、管理引入国内，由此促进了国内经济，特别是新经济的发展。

但是，海外中概股毕竟是主要业务经营都在国内的企业，海外上市的身份也给企业带来了许多困扰。基于协议控制（VIE）的架构设计，以及跨境资本管制等，都使得企业发展遇到诸多障碍。而随着海外资本市场监管政策的变化，特别是美国《萨班斯—奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act）的实施，这些企业为保持海外上市地位的成本支出大大提高，尤其是在遭遇浑水研究公司（Muddy Waters Research）等公司做空的冲击下，当初上市的再融资便利渐失，而且企业价值被低估，交投不活跃，再融资困难。因此，对比维持海外上市地位公司付出的巨大成本，于大部分中概股而言，既没有太多的利益与优势，也不再具有昔日的风光与荣耀。因而，选择从海外退市回归 A 股，应该是一项明智且理性的战略选择。

客观而言，除了阿里巴巴等少数优势企业外，大部分海外中概股回归 A 股后，对其更好地融入和利用国内资本市场，增强资本实力，并借助品牌影响力的提升，促进企业发展具有战略意义。因此，从市

场上看到，以分众传媒、药明康德、奇虎 360 等为代表的一大批中概股选择了回归国内。

当然，市场对中概股的大批回归也一直存在着质疑，甚至批评。一种观点认为，中概股回归主要是为了跨境、跨市场进行资本套利，尤其是在海外尚未实现上市而拆除 VIE 架构回归 A 股的暴风科技，在 A 股上市后连续 29 个交易日股价涨停，既羡慕了很多回归企业和市场投资者，也让很多人强烈质疑中概股回归的主要动机与目的。

不可否认，A 股市场作为新兴证券市场，给予上市企业的估值水平与海外成熟资本市场相比，必然会偏高一些，A 股市场整体平均 30 倍左右的市盈率要远高于纽交所以及纳斯达克市场的估值水平。因此，从海外回归的企业在登陆 A 股时，通常会获得高于海外市场的估值水平，形成赚钱效应，这是事实。客观而言，中概股选择回归 A 股，获得更高的估值应该是重要考虑因素之一，但这并不是核心因素。毕竟一家企业改变上市地，并不像做一笔普通的跨市场套利业务那么简单，没有企业能够经得起以套利为目的的频繁跨市场迁徙。

如果中概股仅仅因为国内证券市场能提供更高的估值，就选择退市回归是不客观的，也是不理性的。对企业经营者，特别是大股东或实际控制人而言，在 A 股上市并不意味着把公司彻底卖掉，毕竟长期持有和经营公司是市场主流。从这个意义上讲，回归 A 股获得更高估值固然是好事，但是贴近经营所在地市场，获得更多本土投资者认同，从而获得更友好的发展环境、更便利的融资渠道、更多客户的理解和支持，以及更多样的企业发展资源，才是中概股选择回归国内最重要的考量。

在笔者看来，海外中概股选择回归首先是企业的战略选择，也是基于企业长期发展需要而做出的理性选择，并非出于短期跨市场套利的片面投机性行为。当然，在海外市场所遭受的冷遇和困境，与 A 股市场投资热情、高估值之间的强烈对比，也成为中概股做出回归这一战略决策的推动因素。因此，将中概股回归看作短期投机套利行为的

观点是有失偏颇的，更不应以“阴谋论”思维看待中概股回归。

近一段时间，一批已经回归和正在回归路上的中概股正遭遇双重“瓶颈”：一是以奇虎360等为代表的部分已退市回归的企业再次A股上市遇阻；二是因资本管制趋严，一部分计划退市或已私有化的企业，在拆VIE架构时遇到跨境资本流动的限制，处于比较尴尬的境地。这些问题的妥善解决尚需等待时间窗口与改革契机。但是，从更长的时期来看，我们有理由相信，上市遇阻、资本流动限制等制约因素最终都将得到解决。

对任何一个经济体和金融市场而言，潜在上市企业毕竟是重要的经济金融资源，对照当前全球主要资本市场纷纷争取“石油巨无霸”沙特阿美石油公司到本地上市，对中概股回归上市的误解，甚至质疑与冷漠，都是存有偏见或短视的。理性面对和积极引导中概股回归，坚持一视同仁的公平国民待遇原则，是解决此问题的关键。

我们期待中概股回归能够迎来新的春天！



前 言

战略选择与套利交易	IX
-----------	----

第一章

潮起潮落： 荣耀与困境	1
-------------	---

潮起： 赶海的企业	3
-----------	---

赶海的机遇	3
-------	---

海外目的地	9
-------	---

出海的路径	16
-------	----

荣耀与隐忧	19
-------	----

动因： 缘何远走海外	22
------------	----

A 股“独木桥”	22
----------	----

投资者认同	25
-------	----

融资便利性	27
-------	----

先天的基因	28
-------	----

优等生标签	30
-------	----

挫折：浑水研究公司与做空潮	31
大空头：浑水研究公司兴起	31
做空潮：遭遇逆风	36
再透视：做空成因	38
潮落：海外困境	43
《萨班斯—奥克斯利法案》	44
估值偏低	47
成本高昂	51
交投清淡	53
融资困境	57
跌出主流	58
反思：失落的中国资本故事	60
第二章	
峰回路转：大转型与新道路	65
大转型：中国经济与金融转型	67
经济发展转型	67
金融发展转型	76
新机遇：国家经济与金融新政	82
“双创”战略利好中概股	84
证券监管与产业政策改革	87
交易所创新与市场扩容	89
新道路：回归 A 股的诱惑	91
投资者的集体追捧	91
新兴行业广受扶持	93
创业创新势成潮流	94
新兴产业快速崛起	95

第三章

回归之路：拓荒者与回归潮 99

拓荒者：南都电源回归 101

第一个吃螃蟹 101

登陆新交所 103

私有化退市 105

在 A 股再次成功上市 108

海归潮：百舸争流 A 股路 109

IPO 式回归：暴风科技 114

借壳式回归：巨人网络 119

并购式回归：学大教育 127

拆分式回归：搜房网 138

管控风险：鱼和熊掌兼得 143

政策法律与合规风险 143

市场差异与估值风险 144

上市与投资退出风险 145

第四章

收拾行囊：筹备私有化 147

信息披露准备 149

与投资者沟通 151

与监管当局沟通 156

诉讼风险准备 157

开曼群岛法律风险 165

窗口期的选择 172

第五章

踏上归途：私有化与拆架构	173
私有化交易：内涵与模式	175
私有化交易的内涵	175
私有化交易的模式	177
拆除海外架构	183
债务重组安排	190
“美年爱康”之战	192
双寡头格局	192
爱康国宾阻击战	194
私有化变数	196

第六章

投资透视：盛宴与泡沫	199
暴风科技财富神话	201
创业与出海计划	201
拆 VIE 架构回归	202
财富“过山车”	205
投资机会权衡	207
盛宴潜藏泡沫	210
优选投资者	212
盛大争夺战	215

第七章

再次上市：策略选择与风险	217
上市策略选择	219

主板上市	221
创业板上市	223
新三板上市	224
上市路径规划	226
IPO 上市	226
借壳上市	227
分拆上市	228
被并购上市	229
市场选择的标准	229
上市中的特殊问题	232
法律和规范性问题	233
财务处理问题	234
税务筹划与规范问题	235
外汇管理政策问题	238
再上市的风险与挑战	239
证券监管政策风险	240
外汇及外商投资政策风险	243
国家税务政策风险	244
政府产业政策风险	245
大股东身份变化风险	246
上市遇阻的财务风险	248

第八章

利弊之辩：市场冲击与政策取向	251
寒意袭来：私有化热潮降温	253
暗流冲击：中概股回归之弊	255

加速资本外流与影响汇率稳定	256
造成炒“壳”盛行和暴利神话	258
加剧市场波动和资金脱实向虚	259
正本清源：中概股回归之利	261
弥补 A 股结构短板	262
矫正行业估值偏颇	265
提升证券监管水平	265
助力新兴产业成长	265
政策取向：遵循市场逻辑	267
中概股投资与有效资本市场	267
市场化取向与公平国民待遇	269
第九章	
重温经典：分众传媒回归还原	271
直击：分众传媒回归 A 股	273
借壳上市背景	275
借壳上市安排	277
股权结构演变	279
透视：基本面分析	286
经营状况分析	287
竞争格局与优势分析	296
经营计划与发展战略分析	305
行业竞争分析	306
重估：投资价值分析	314
投资周期	317
投资回报预测	319
投资风险分析	323

结束语

规则与理性 333

中概股： 回归冲动与理性抉择 335

投资者： 专业研判与理性决策 336

监管者： 政策连续与规则透明 338

| 第一章 |

潮起潮落：荣耀与困境



