

諾亞研究

2020年9月30日

主題 | 中概股私有化回歸更有錢途？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

今年出現新一輪中概股回歸潮和私有化退市浪潮，預計未來3至5年內最多約有50至60家中概股來港上市。而選擇私有化的中概股，如果再次回到中國A股上市，對於這些公司的估值和發展都有更好的機會。

最近幾個交易日，股票市場主要受到美國新一輪財政刺激何時出台和首輪總統電視辯論的影響。今天，我們把目光轉向在美國和香港上市的中概股。

在9月29日晚上，搜狗和其母公司搜狐分別宣佈，搜狗已與騰訊控股三家直接或間接全資子公司簽署最終的私有化協定。

7月27日，搜狗宣佈董事會收到騰訊初步收購要約，騰訊計畫以每股9美元的價格收購搜狗剩餘股份。這個價格與收到私有化邀約之前最後一個交易日的收盤價相比，收購溢價約56.5%，相對最後30個交易日的成交量加權平均價，溢價則高達83.0%。

私有化交易將在2020年第四季度完成。之後，搜狗將從紐交所退市，並成為騰訊私人持股的間接全資子公司。

對於搜狗原來的母公司搜狐來說，這是今年旗下子公司的第二個私有化。搜狐是中國唯一擁有三家美國上市公司的互聯網企業：暢遊、和搜狗。搜狐在2000年7月在納斯達克掛牌上市，而暢遊前身則是搜狐遊戲事業部，在2009年4月在納斯達克上市，是搜狐首次分拆上市的子公司。而搜狗則是2017年11月在紐交所上市。

2019年9月，搜狐向暢遊發出私有化邀約。今年4月18日，暢遊完成私有化，成為搜狐直接及間接全資擁有的私有公司。

之前，暢遊的同行巨人網路、完美世界、盛大遊戲在2014至2015年相繼完成私有化，並回歸A股。因此接下來暢遊很可能在A股上市。

2013-2016年是中概股從美國密集退市的時期，除了剛提到的三家遊戲公司，其他知名的退市後回歸A股的還有分眾傳媒、藥明康得、奇虎360、邁瑞醫療。接下來2018年有兩家中概股晶澳太陽能和瀾起科技從美國私有化退市回歸A股。

私有化對於公司業務不會有直接影響，這一輪驅動回歸的主要因素是股票在美國和國內的估值差距。中國公司在美國市值被低估一直是他們心中的「痛點」。這些公司回歸後，當前A股市值與美股退市相比，市值最少也翻1倍多，最多的高達十幾倍。例如360現在在A股的市值是退市時的2倍多，瀾起科技在A股的市值是退市時的18倍。

不過，從阿里巴巴2019年在香港二次上市，和今年出現的新一輪中概股回歸潮和私有化退市浪潮，背後的驅動原因，除了估值差距之外，還有新的原因。

首先，當然是中美之間的關係逐年緊張，並在 2018 年特朗普政府挑起貿易摩擦進入到一個新的階段。一些中國公司就開始考慮回歸 A 股和港股。

其次，港交所和 A 股市場的改革也一直在進行。其中港交所破除了對「同股不同權」的嚴格限制，另外明確了二次上市的相關規定；而 A 股則實行了註冊制改革，這些都為「迎接」中概股回歸做好了鋪墊。

今年 4 月，瑞幸咖啡曝出財務造假並被納斯達克勒令退市，引發了中國企業的信譽危機。之後，多隻中概股相繼主動宣佈退市計畫。這裡包括聚美優品、58 同城、新浪等等。

5 月 20 日，美國參議院通過法案，規定如果在美股上市的外國公司連續 3 年沒有接受美國上市公司會計監督委員會 (PCAOB) 的審查，將被禁止進行股票交易，同時需要披露其是否由外國政府擁有或控制，以保護投資人。6 月初，特朗普簽署備忘錄，要求審查中概股違反美國監管標準的情況。

中概股回歸存在三種選擇，包括：1、美股私有化退市，重新 A 股/港股上市；2、保留美股上市地位，在 A 股/港股市場雙重上市；3、保留美股上市地位，在 A 股/港股市場第二上市。

但因私有化退市成本較高，而目前港股允許以大中華為業務重心的公司，保留 VIE 架構進行二次上市等因素，港股市場或成為中概股回歸的首選。

阿里巴巴成為第一個吃螃蟹的公司。2019 年 11 月 26 日，阿里巴巴正式在港交所二次上市，發行 5 億新股，每股 176 港元，募資資金 880 億港元。

隨著美中緊張局勢升溫、在美上市會計審計要求越趨嚴格，中概股陸續出現返港上市、私有化等撤退潮。網易，京東分別在 6 月 11 日和 18 日在香港二次上市，華住集團在 9 月 22 日登錄港股。中概股正在掀起一波史無前例的回歸潮。預計未來 3 至 5 年內最多約有 50 至 60 家中概股來港上市，包括眾多知名的中國公司，例如新東方，好未來，百度，攜程等等。未來港股市場將成為中國科技公司 IPO 的大本營。

本次中概股回歸與 4-5 年前相比，無論是在融資效率、融資金額上都有質的提升，募資企業的數量和品質更是前所未有。

與上一波中概股私有化回歸 A 股相比，在香港二次上市的速度要遠遠快於私有化後再次上市。以 360 為例，從私有化成功至 A 股掛牌，經歷了一年 7 個月，這其中還不包括籌備私有化的時間。

這主要是因為中概股回歸需要經歷私有化退市、解除 VIE 架構、借殼或 IPO 重返 A 股三個階段，私有化退市週期為 6-8 個月，在私有化的同時解除 VIE 架構預計需 2-3 個月時間。在 A 股 IPO 若借殼上市或戰略新興板上市，預計週期為 6-8 個月，如直接 IPO 的時間可能會更長。

當然，在註冊制下上市時間會相對過去更短。此次京東、網易赴港二次上市，從傳言到真正落地，才短短 4 個多月的時間。

儘管私有化成本和時間都較高，但還是有不少公司在充分考慮後，選擇了私有化從美國退市，將來謀求在 A 股上市這一途徑。

今年迄今已有 6 家中概股宣佈私有化計畫。除了一開始提到的暢遊和搜狗，4 月 15 日聚美優品宣佈私有化完成正式退市。

6 月 15 日，內地生活服務平台 58 同城，獲華平投資、58 同城董事長等組成的財團以 87 億美元提私有化，成為今年規模最大的私有化交易之一，也是中概股歷史上私有化交易規模最大的一次，超過了 2016 年 360 私有化時的市值。

9 月 7 日，58 同城宣佈特別股東大會以超過 75% 的投票審議通過私有化方案。

6 月 15 日同一天，在香港上市的易鑫集團發佈公告稱，以騰訊和 Hammer Capital (黑馬資本) 組成的買方團於 6 月 12 日和公司控股股東易車簽署合併協議。買方團將以每股 16 美元的價格私有化易車，總交易額達 11 億美元。

易鑫為國內汽車金融交易平臺，成立於 2014 年 8 月，主要通過自營融資租賃和助貸的方式為消費者提供新車及二手車的融資服務。騰訊在 2015 年已成為易車及易鑫的股東。交易完成後，易車將從美國市場退市，騰訊會取代易車成為易鑫的控股股東，並將易鑫進一步納入自身的汽車生態領域。

7 月 6 日，新浪就已宣佈公司董事會收到董事長控股的 New Wave 的非約束性私有化要約，收購價格為每股 41 美元現金。

就在搜狗和騰訊完成私有化協議的前一天，9 月 28 日本週一，新浪宣佈同意以每股 43.30 美元的價格被 NEW WAVE 私有化，較最初 41 美元的報價高出近 6%。新浪計畫之後在 A 股上市。

新浪成立於 1998 年 11 月；於 2000 年 4 月在納斯達克上市，和搜狐一樣是最早一批上市的中國互聯網企業。

新浪、搜狐暢遊、搜狗、58 同城等企業目前排在中國互聯網企業中的第二梯隊、甚至第三梯隊，使得這些公司在美國資本市場上市值一直處於低迷的情況。在私有化成功之後，如果再次回到中國 A 股上市，對於這些公司的估值和發展都有更好的機會。值得大家接下來重點關注。

免責聲明: 本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考, 不代表任何確定性的判斷, 亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請, 亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策, 投資涉及風險, 諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測, 任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測, 本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料, 本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證, 也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更, 本公司已力求報告內容的客觀、公正, 但文中的觀點、結論及建議僅供參考, 不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有, 未經本公司及其關聯公司許可, 任何個人或組織, 均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」, 且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。