

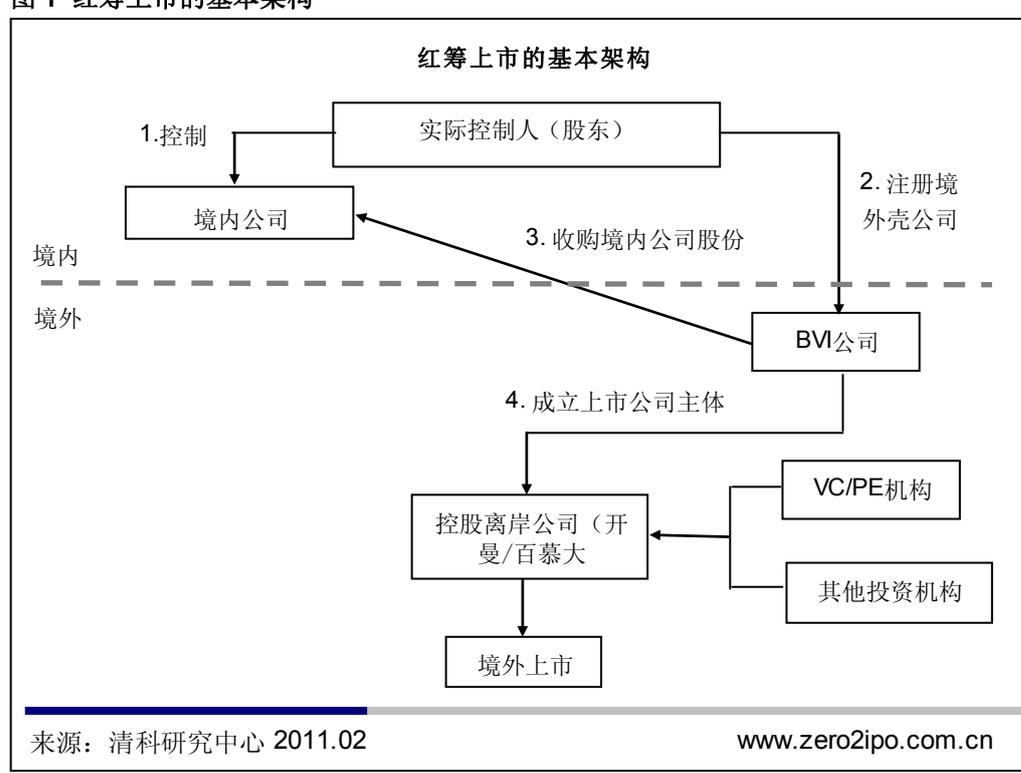
路漫漫其修远兮 红筹回归的多重思考

2011-2-24 清科研究中心

与“中石油”、“中石化”等传统红筹股概念不同，“小红筹股”是指沿袭了传统红筹股的上市模式，以搭建离岸公司为渠道海外上市的非国企、央企概念的普通上市公司。大中华区著名创业投资与私募股权研究机构清科研究中心最新推出《2010年未上市红筹架构企业回归境内资本市场研究》，基于未上市的“小红筹”概念企业回归境内资本市场做出了分析和研究，剖析了境内资本市场变化对于未上市红筹架构企业回归动因的影响，并针对拟上市资本市场与企业的双向选择进行了多方面思考。

“小红筹”概念的形成是紧随境内资本市场繁衍变化的。2004年、2005年前后的中国境内资本市场还未进行改革，企业上市所需的审批时间长，审批流程十分繁琐，给企业与投资人均带来了很大不便，因此那时的很多企业选择去海外市场上市。此外，中国民营企业的境外上市步伐，一直以来与外资投资活动密不可分，也是“小红筹”由来已久的部分原因。之前，外资VC/PE在中国的投资活动大多采取“两头在外”的模式，即境外募集、境外退出。这种“两头在外”的模式因具有成本低、速度快的特点，并且可以避开内地复杂的审批程序，加之外资VC/PE对于海外资本市场的运作模式更为熟悉，红筹架构曾经一度成为多数外资VC/PE投资企业时标准操作架构。

图1 红筹上市的基本架构



近几年中国资本市场环境不断优化，金融市场的改革，使境内资本市场的上市条件得到了明显改善，随着境内市场的市盈率升高、企业与投资者熟悉上市流程、境内上市成本相对较低等等，中国企业越来越倾向于境内退出，市场对于红筹架构企业回归境内资本市场的讨论始终不绝于耳，成功回归的案例更是屡见不鲜。根据清科研究中心的不完全统计，截止至2010年12月31日，红筹架构企业成功于回归境内资本市场的案例总结如下：

表1 红筹架构企业回归成功案例统计

	上市地点	上市时间	行业（新一级）	运营主体所在地	市盈率	融资额（US\$M）
世联地产	深圳中小企业板	2009-8-28	房地产	深圳	37.85	92.20
星期六	深圳中小企业板	2009-9-3	纺织及服装	广东	37.89	144.95
日海通讯	深圳中小企业板	2009-12-3	电信及增值业务	深圳	74.22	90.78
得利斯	深圳中小企业板	2010-1-6	食品&饮料	山东	50.69	121.57
上海华平	深圳创业板	2010-4-27	电信及增值业务	上海	68.57	106.04
尤夫股份	深圳中小企业板	2010-6-8	化工原料及加工	浙江	38.72	91.46
誉衡药业	深圳中小企业板	2010-6-23	生物技术/医疗健康	黑龙江	54.35	257.73
启明星辰	深圳中小企业板	2010-6-23	IT	北京	58.97	92.05
中南重工	深圳中小企业板	2010-7-13	其他	江苏	34.18	86.99
欧菲光	深圳中小企业板	2010-8-3	电子及光电设备	深圳	58.69	107.46
向日葵	深圳创业板	2010-8-27	清洁技术	浙江	74.67	127.88
嘉寓股份	深圳创业板	2010-9-2	建筑/工程	北京	45.61	108.66
二六三	深圳中小企业板	2010-9-8	电信及增值业务	北京	49.57	116.42
嘉麟杰	深圳中小企业板	2010-10-15	纺织及服装	上海	54.50	85.36
大富科技	深圳创业板	2010-10-26	电信及增值业务	深圳	58.24	298.19

来源：清科研究中心 2011.02

www.zdbchina.com

随着关于红筹架构企业在境内资本市场上身影频现，清科研究中心针对红筹架构企业自身特点与境内资本环境的变化进行了观测，对于红筹回归这一现象进行了多方位的思考。

思考一：红筹架构企业瞬间获得价值增量，高市盈率为其带来更多收益预期

从近年来的境内外资本市场分析可知，境内资本市场已逐渐开始引领全球资本市场的繁荣，无论从上市数量上，还是从融资额上，境内市场近年来已独领风骚。2010年境内资本市场共有347家企业上市，融资额高达720.59亿美元，分布占境内外市场上市数量和总融资额的45.5%和39.4%。而境内市场的发行市盈率居高不下，也是其吸引企业上市的重要原因之一。2010年境内市场的发行P/E达到58.52倍，比境外市场的37.93倍高出54.3%。

而 2009 年第四季度开闸的深圳创业板，发行市盈率基本维持在 60.00 倍以上，更是成为中小企业竞相追逐的目的地。红筹架构企业一旦回归境内资本市场，其企业价值将瞬间增长，则作为持有企业大部分股权的管理者财富也将瞬间聚集。面对境内资本市场所呈现出的巨大聚富效应，一些已搭建红筹架构的企业转而放弃征战海外市场，从而转投境内上市，也属人之常情。

思考二：人民币基金渐成主流，外资机构境内退出获取可观收益

VC/PE 行业近几年在境内的发展可谓迅猛之极。然而随着“10 号文”等政策相继出台，外资机构利用之前所熟稔的“两头在外”模式，通过企业搭建红筹架构，在境外市场实现退出的操作方式基本已寿终正寝。因此，自 2006 年起，随着政府出台了《外资设立创业投资企业管理办法》等关于外资机构于境内设立人民币基金的政策指引，越来越多的外资 VC/PE 机构参与设立人民币基金，其中不乏鼎晖、红杉、IDG 等外资 VC/PE 老牌劲旅，在境内募集人民币基金、在境内资本市场退出的境内“募、投、退”三位一体已成为很多机构的首选。究其原因，一方面固然是因为人民币基金投资于中国企业具有天时地利人和，另一方面是外资机构看好境内市场，尤其是中国企业未来估值的上升空间、境内市场可观的投资回报，因此，外资机构倾向于帮助成长性企业在境内退出，获取丰厚投资回报。因此，“10 号文”之后，外资 VC/PE 对于退出地点的态度转变，也成为红筹架构企业回归的源动力。此外，由于中国企业在境内市场拥有广泛资源，熟知境内资本环境与上市流程，加上境内上市成本较低，红筹架构企业回归资本市场显得游刃有余。

思考三：境内资本上市增加企业公众曝光度，促进企业品牌宣传及后续发展

不得不承认，在境内资本市场上市，对于本就扎根于境内的红筹架构企业来说，能够起到一定的广告宣传作用。清科研究中心观测到，某江苏民营企业本是当地行业龙头，早年间已于海外资本市场上市融资，但是之后几年的发展却不尽如人意，不仅后续融资渠道有限，影响了企业进一步做大做强，特别是随着同行业的其他企业于境内资本市场上市后，对于当地人而言，每天出现在证券交易所公告牌上的企业远比千里之外的上市企业更加耳熟能详，因此也有业内人士戏称在国内上市如同“打出了面向全国股民的免费广告”，每天上亿人目睹标有企业名称的股票涨跌起落，对于企业知名度也有着一定的提升。然而一旦在境外资本市场上市，想要重新回到境内资本市场，已非易事。这个案例间接道出了很多土生土长的民营企业经营者的心声，即如何能够通过上市从而进一步扩大企业的规模、对行业的影响力、获得后续融资以谋求更大发展，而上市所获得的巨额融资仅是眼前之利，更是万里长征的第一步。

思考四：红筹架构企业应有行业之分，回归并非普适标准

从 2008 年至 2010 年，境内外资本市场的行业分布虽有微调，但总体趋势较为一致，均以传统行业、服务业为主，并且境内、海外资本市场也呈现出在相同时间点上同进同退的特点，即世界经济走强时，境内外上市企业数量与融资额同时上升。然而，经过市场与上市企业根据彼此特点的双向选择与磨合，不同行业的中国企业在境内外市场上的侧重有显著不同。

行业分布的差异，主要取决于市场各自的特点：例如美国的 NASDAQ，其建立之初的定位便是作为成长性企业的融资渠道，Google 便是 NASDAQ 高科技上市公司的典型代表，因此 NASDAQ 对于 IT、互联网的行业的经营模式更为认可，广义 IT 行业的上市企业愿意将其作为上市首选；香港主板与中国境内市场有着深远联系，成为中国企业境外上市的主要目的地，尤其为国资背景的企业所青睐，如传统行业、隶属于服务业的金融业等，且香港主板综合性较强，并没有明显特性，因此其行业分布仍然遵循了所有上市企业的行业分布总体趋势，即以传统行业与服务业为主。

结合中国企业境内外上市情况，清科研究中心发现，以机械制造业为代表的传统行业，首选地点为境内市场，其次为香港主板，选择美国及其他市场的相对较少，以中国农业银行为代表金融行业因以大型国企为主，上海证券交易所和香港主板几乎为其境内外上市地点的不二选择；而互联网、清洁技术等高科技成长性行业，境外市场更受青睐，互联网行业尤以美国市场为热门选择。以 2010 年机械制造行业为例，全年共有 86 家企业在境内外市场上市，其中 79 家选择境内资本市场，占上市总量的 91.9%，选择远赴海外上市的 7 家企业仅占比 8.1%。而互联网行业 2010 年共有 10 家企业上市，境外资本市场占其中 6 家，占比达到 60.0%；清洁技术行业的 26 家企业中有 11 家在境外市场上市，15 家在境内市场上市；而教育与培训行业的 4 家企业全部选择在境外市场上市。由此可见，制造业企业虽在资本市场上独占鳌头，但是更为受境内资本市场所青睐；而互联网概念型企业，则更容易为海外市场所接纳。

未上市红筹架构企业拟回归境内资本市场，固然有多方面的优势，成功回归的案例也是层出不穷，但是是否所有红筹架构企业都适合回归，是个值得投资人、企业家深思熟虑的问题。根据前文的行业分析可知，不同行业的上市企业对于资本市场的选择各有侧重，例如广义 IT 概念容易为境外资本市场所青睐，而境内资本市场成为传统行业、服务业的首选。清科研究中心认为，传统行业，如制造业，虽是我国国民经济的支柱，但是我国的制造业仍以劳动密集型为主，对于海外市场以及境外竞争者而言，并无显著竞争力；而对于互联网、IT 概念，境外投资者更为熟悉也更容易把中国的企业与外资企业对号入座，如将优酷网诠释成“中国的 YouTube”等，其发展空间与核心竞争力更加能够为境外资本市场所信任和接受。而本专题所讨论的“小红筹”企业规模较小，多数属于高成长性企业，针对其各自的行业特点，选择恰当的上市地点显得尤为重要。

此外，某些客观环境因素的存在，也使得部分红筹架构企业不适合回归。例如限制外商投资的特定产业存在，部分公司不得不采取红筹模式，通过特殊协议控制达成合并财务报表的目标，在不违反政策规定的前提下，将外商权益显示在公司的股权架构中。此类企业的上市实体在离岸，融资活动也在境外进行，一旦剥离其海外架构回归国内市场，可能会对其发展造成不利影响。

思考五：“假外资”情况需杜绝，相关税收应交还

“假外资”现象，也是红筹架构中经常会涉及的问题。“假外资”指境内投资者将其持有的货币资本或股权转移到境外，再作为直接投资投入该经济体的经济行为，其主要目的包括，一是希望通过返程投资的方式获得税收优惠，二是希望在境外上市而建立境外上市实体。这样的“假外资”企业的主要股东及实际控制人均为境内居民，但法律上却是由境外注册的公司控股。通过“假外资”获得税收优惠的企业架构，与严格意义上的红筹架构比较相似，而由于我国各地的外资优惠政策，不少民营企业在设立之初，为了享受政策，往往会采取这种方式。对于纯粹为享受税收优惠而设立的“假外资”，在通过股权转让变身境内企业的拟上市公司，目前也是证监会与律师事务所较为关注的一点。因为在这种“假外资”的案例中，企业之前已获得税收减免，一旦其将企业性质变更为境内所有，则不应享受优惠政策，而之前所减免的税收也应予以补足。否则，如果企业在注册伊始为了享受税收减免政策而冠以“外资企业”的名头，而上市融资时随即变更为境内公司，则国家的外资优惠政策形同虚设，成为企业偷税漏税的渠道。

虽然境内资本市场充满吸引力，很多企业与投资者优先视红筹回归为一条康庄大道，但是根据企业的自身特点量身定制上市策略、并且根据境内外资本市场的行业特性选择合理的上市通道，仍然不容忽视。因此，深入分析企业的经营现状与发展前景之后，可能存在部分红筹架构企业并不适于回归境内资本市场上市。归根结底，上市毕竟是为了企业长远的发展，应选择最适合企业发展的资本平台，而不是只看重短期的投机行为。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16360

