

案例正文：

中概股奇虎 360，“游子”的漫漫东归路¹

摘 要：随着经济全球化的推动和中国经济实力的增强，到国际资本市场融资发展的中国企业的数量与日俱增。特别是美国行之有效的市场运营和相对透明、宽松的上市条件，吸引着众多的国内企业。曾几何时，走出国门，赴美上市是多少企业掌门人日思夜寐的梦想。然而古语有云：“物极必反”。2008 年以来，金融危机、做空机构突袭、市场环境等负面问题让在美中国企业深受其害，中概股开始一蹶不振。一时间，中概股大有集体从美股出逃的架势，2015 年出逃美国的大军中加入了一个互联网“巨头”——奇虎 360。本案例正是围绕着奇虎 360 从 2011 年“西游”赴美上市到 2015 年决定私有化，开启回归 A 股的资本之路展开，讨论了 360 在美遭遇做空时的困境、决定退市私有化、拆除 VIE 结构、回归 A 股方式以及若成功回归后的前景展望等问题，以期引起人们对中概股回归的理性认识。

关键词：奇虎 360；资本运作；私有化；VIE 架构；借壳上市

场景一

2015 年 6 月的一个傍晚，夜幕慢慢笼罩了奇虎 360 公司的办公室，董事长周鸿祎仿佛一座雕塑坐在办公桌旁，思绪回到了四年前。那时，他带领刚成立五年的奇虎 360“仰天大笑出门去”，公司上下尽享在纽交所敲钟时的喜悦，2.256 亿美元的募集资金让奇虎成为融资神话，奇虎 360 被评为当年中国企业在美最成功的 IPO 交易之一似乎也在人们意料之中。

然而，正当周鸿祎沉浸在 360 上市后的美好中时，现实确给了他当头一棒。上市仅三个月，中概股便集体陷入了困境，大大落后于中美两地市场。屋漏偏逢连夜雨，2011 年 11 月，360 遭遇美国做空机构香橼“突袭”，前后连续七次被唱空，这期间虽然对奇虎 360 并没有造成多大的打击，但如此频繁的做空还是让周鸿祎心力交瘁。残酷的现实并未结束，从 2015 年开始 360 的股价便持续走软，最高股价 104.81 美元，最低时股价近乎“腰斩”，跌至 44.56 美元。与此同时，奇虎 360 华丽业绩单的背后市盈率却停留在 40 倍上下，市值在美被严重低

1. 本案例由山东农业大学经济管理学院的王洪生、陆永新、陈翼、李艺菲、王昊撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

估。

滴嗒，滴嗒，时针指向了八点，周鸿祎从追忆中回过了神，此时的 360 已经走到一个十字路口，后面该如何发展是时候做出一个选择了。整理了一下思绪，周鸿祎缓缓打开了电脑，啪啪的打字声在这个寂静的夜晚显得格外清晰。不一会，奇虎内部便收到了一封可能决定公司命运的邮件：360 决心从美私有化退市。至此，奇虎 360 开启了回归 A 股的漫漫的“东归”路。

0 引言

中国概念股，简称中概股，是指在国内注册国外上市的公司或虽在国外注册但业务和关系在大陆的公司的股票。随着改革开放以来经济的高速发展，中国企业的实力也今非昔比。在企业成长和发展的过程中，资金是不可或缺的“血液”，融资已成为企业发展壮大的必然要求。由于美国资本主义市场较为成熟，具备更健全的股市和更专业的全球化投资者，金融体系服务全面等优点使之成为我国企业在外上市的首选地之一。我国企业在美上市主要有两种途径：IPO 上市和反向收购转板上市。截至 2012 年有超过 550 家中国企业在美成功上市，可谓热闹非凡。

然而好景不长，曾经在华尔街红的发紫的中概股却出现了“跌跌不休”的现象。2011 年起，在美的中概股陷入信任危机，“停牌”“退市”“财务造假”等负面新闻层出不穷，引发了投资者的不安，许多中小中概股的股价直接腰斩，中概股瞬间变成了“重灾区”。此外，由于做空机制在美国普遍存在，许多中国企业在美上市企业遭受香橐、浑水等做空机构的“唱空”，不少中概股倒在了做空机构“猎杀”的血泊中，奇虎 360 与香橐机构的七次交锋就是一个很好的例证。2015 年，分众传媒打响了中概股回归的第一枪，成为了首个成功在美退市回归 A 股的企业。此外，暴风科技、巨人网络、完美世界等企业也相继私有化归国，此时此刻的奇虎 360 也已经走在了回归的路上。

1 奇虎 360 简介

1.1 360 的使命——让上网更安全

2005 年 9 月，年仅 35 岁的“红衣主教”周鸿祎创办了奇虎 360 公司，正是这位激情与实力并存的北方“硬汉”在此后几年带领 360 一跃成为中国最大的互联网安全公司。作为中国互联网安全服务第一品牌，奇虎 360 利用互联网核心安全技术，依托于大数据和云计算，不断推出拥有极至体验的软硬件产品，360 安全卫士、360 杀毒、360 安全浏览器、360 手机卫士等系列产品面市以来好评如潮。业内领先的技术实力和创新的商业模式使得中国互联网安全达到了

新的高度。正如它的广告词那样“360，让每个人都有安全感”。

360 在成立当年即获得了“年度最具成长性公司”的荣誉称号，这也表明着网民对于 360 式“安全”的肯定。随后的几年奇虎 360 立足安全，发力创新，面向未来，不断推出的新产品和服务好评如潮。（图 1）。

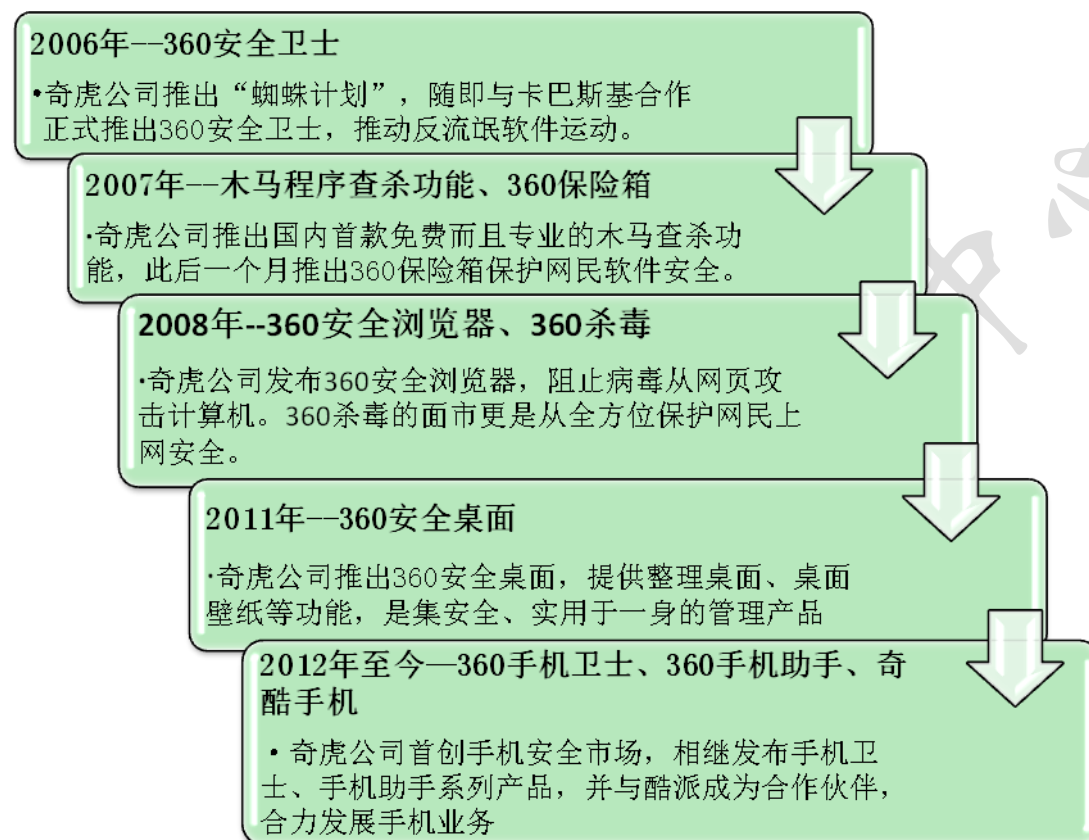


图 1 奇虎 360 业务发展图

从成立之初到现在，360 就没有停止过前进的脚步。2006 年 360 与国际知名杀毒厂商卡巴斯基建立了合作伙伴关系，正式重磅推出 360 安全卫士，有效的遏制了木马泛滥的趋势。2008 年初，360 安全浏览器登陆中国市场，其采用的全球首发“沙箱”技术，能很大程度上防止木马病毒从网页客户端对计算机发起攻击，360 也凭此一度成为国内安全领域翘楚。同年 8 月，与国际顶级杀毒厂商合作推出了终身免费的杀毒软件——360 杀毒，将安全这一网络基础服务进行到底。2010 年，年仅五岁的 360 杀毒活跃用户规模超过一亿。2013 年伊始，360 开发的良医搜索进入互联网市场，这个拥有专业的医疗、卫生、健康信息的子垂直搜索引擎深受网民的信赖。此后短短几个月，360 国际版产品正式推出，标志着 360 正式开启国际化进程。2015 年随着国家“互联网+”战略的提出，360 开始迈向智能化的万物互联新时代，通过持续的智能创新，奇酷手机、360 儿童手表、360 智能摄像机、行车记录仪及安全路由器等一系列智能

产品均成功研发并面市，公司运营战略变得多元化，实现了利用互联网连接起千家万户的目标。奇虎 360 依靠这种战略性的裂变式发展，实现了计算机和移动网络用户的全方位覆盖，已无可争议的成为国内互联网安全领域的“领头羊”。

2011 年，创新成为未来世界互联网发展的主旋律。作为当前互联网安全领域的先驱，奇虎 360 从诞生之日起就一直是创新的领导者和实践者，可以说 360 身上流淌着创新的血液。作为一家网络安全公司，360 却把 360 杀毒、360 安全卫士等主要产品设计为免费产品，甚至做出永久免费的承诺，这本身就是一次大胆的创新。“生命不息，创新不止”，掌门周鸿祎在业界内的嘲笑声中毅然提出了“微创新”理念，通过用户体验创新、商业模式创新和产品创新，360 重新定义了互联网安全。

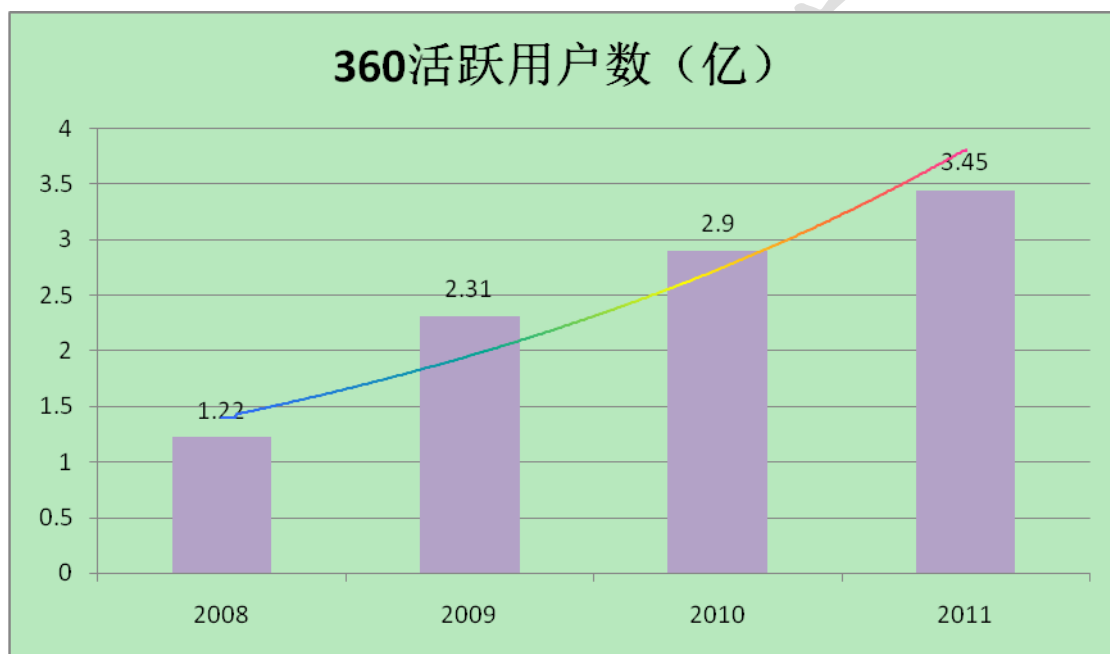


图 2 上市前奇虎 360 月活跃用户数

由图 2 可以看出，截止到 2011 年在美上市前，奇虎 360 每月的活跃用户数已经超过 3 亿，360 杀毒的“免费”为其积攒了大量的用户，这为公司的赴美上市发展种下了一颗希望的种芽。

1.2 气势赳赳，“西游”赴美上市

2011 年 3 月 30 日晚，成立不到六年的奇虎 360 公司在纽约证券交易所正式挂牌交易，证券代码为“QIHU”。在 IPO（首次公开招股）的前一天 360 将股票发行价格上调至每股 14.5 美元，发行了共计 1211 万股美国存托凭证股票（ADS），募集到资金 2.256 亿美元。上市当日开盘价为 27 美元，较 14.50 美元的发行价大涨 134%，最终当日的收盘价达到 34 美元，成为继百度（上市当日

涨幅 354%) 和优酷 (上市当日涨幅 161%) 之后上市当日涨幅第三大的中国互联网在美上市公司。

根据公开招股书, IPO 后奇虎 360 董事长周鸿祎以 18.61% 的持股比例稳居第一大股东, 总裁齐向东则以 10.76% 的持股比例成为第二大股东。奇虎 360 其他投资者中, 高原资本持股 15.91%, 红杉中国持股 8.5%, 鼎晖投资持股 6.7%, 红点投资持股 4.37%, 360 安全中心网络安全专家石晓红则持股 3.78%。而奇虎 360 内部员工持有的普通股达到 3800 万股, 持股比例高达 18.3%。这样一来, 奇虎 360 公司和投资机构的持股比例基本均衡, 起到了相互促进、相互制约的作用。

根据以上数据制图如下:

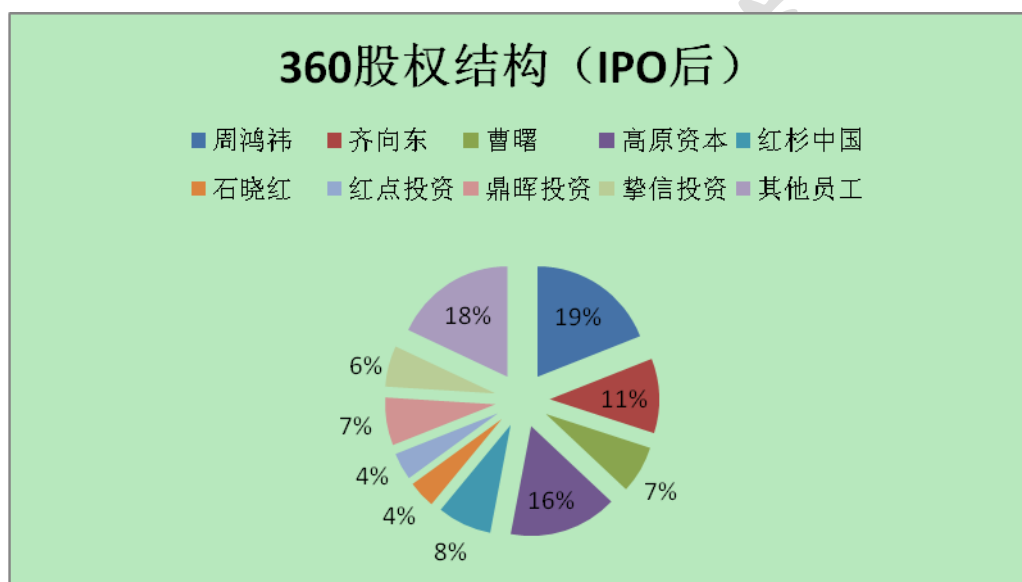


图 3 奇虎 360 股权结构 (IPO 后)

360 成功在美上市离不开其靠“免费经营”得来的三亿忠实用户及其背后所蕴藏的巨大商业价值, 这为 360 以后发展盈利创造了无限的可能, 同时这也是打动美国投资者的关键所在, 在各大机构均看好 360 的背景下, 上市当日的大涨也显得理所应当了。

360 并没有像其它海外企业一样, 上市融到货币资本后不思进取, 而是在保持原有业务的基础上, 努力发展自己的新业务。充分发挥用户数量庞大的优势, 并将其逐步转化为公司效益。图 3 显示的是 360 上市前后收入变化。360 在创造盈利回报投资者的同时企业本身的经营业绩也有一个明显的提升。

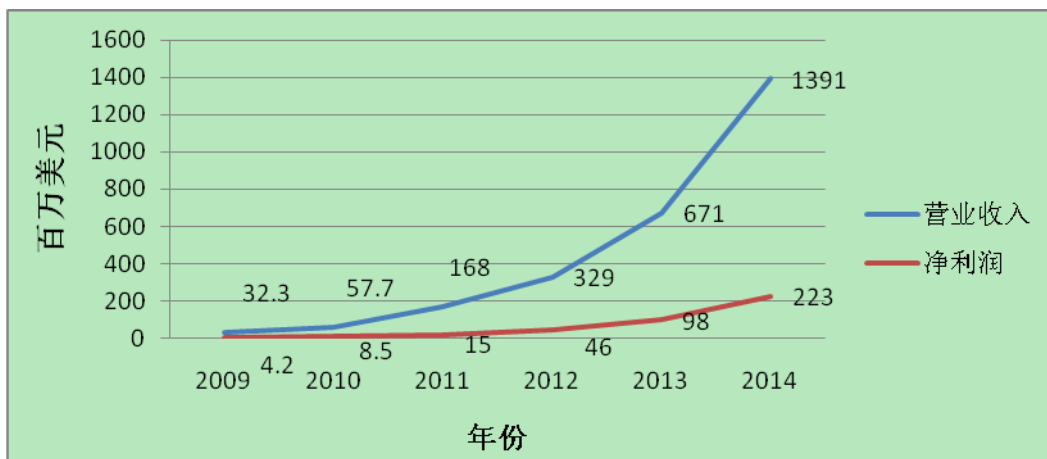


图 4 奇虎 360 上市前后收入和利润的变化

360 营业收入和净利润的显著增加主要得益于业务的扩张。2012 年奇虎与当时全球第二大笔记本供应商 Acer 合作，将自己在互联网安全方面的经验与 Acer 电脑硬件的设计结合起来，打造出软硬件结合的新体系，这无疑提高了 360 的声誉和市场占有率。在此之后，随着旅游业的日益发展奇虎 360 又开发出 360 旅游导航网站，并与携程、途牛、去哪儿等倾力合作，业绩又有了一个新的上涨期。2013 年，360 搜索与人民日报旗下的即刻搜索成为战略伙伴，联合抵制虚假医疗广告和虚假网址，为以后发展打下坚实基础。正是奇虎 360 无休止的合作竞争给予了投资者莫大的信心，优秀的业绩使得股价一路飙升。

2 “杀手”香橼机构简介

香橼研究公司，Citron Research，是美国一家影响较大的第三方做空机构。该公司成立于 2001 年，现已成为美国最长寿的独立调查机构、做空机构，因屡次“唱衰”中概股造成相关公司股价暴跌甚至摘牌而闻名。公司创始人及唯一正式员工是现年 44 岁的安德鲁·莱福特。早年 22 岁的莱福特大学毕业后进入了一家期货公司工作，短短几个月后，公司就由于不正当的行为而遭到惩罚，所有的员工被禁止继续在期货行业从事交易业务。无奈莱福特便移职证券市场，并于 2001 年独自创办了股票柠檬（Stock lemon）网站，全职从事股票做空调查。柠檬在英语中常代指有瑕疵的劣质品，这也体现了办做空网站的初衷，随着公司的名声大噪莱福特愈发感觉这个名字太直接了，所以用了法语柠檬（Citron）代替，发展到现在便成了令人生畏的香橼研究公司。

在美国，香橼及类似的做空机构通常通过以下流程来实现做空目的：首先是搜寻做空目标并收集证据，做空目标多集中于股价较高、企业高管 CEO 频繁离职、未聘用四大会计师事务所提供审计服务的企业；其次是通过分析企业财

务报告等公开信息或走访、暗访调查企业客户和经销商等方法，以此为突破口发现企业造假情况并发布做空报告；最后做空者与被做空企业进行博弈，未能及时披露信息的企业只能吞下失败的苦果。

2006 年，香橼的做空注意力开始从美国本土公司转移到中国概念股企业并针对中国科技发展集团发布了第一份质疑报告，此后的六年间共发布了 150 多份做空报告，先后狙击了 20 多家在美上市的中国公司，其中 16 家公司的股价跌幅超过 80%，7 家被迫退市，这让尝到甜头的莱福特对做空中概股乐此不疲。

香橼做空机构的“成名作”是对东南融通的猎杀。2011 年，香橼发布报告质疑在纽交所上市的东南融通涉嫌财务信息造假，称其远远超过竞争对手的利润率达到了令人难以置信的地步。东南融通虽对此质疑进行了反击，但由于公司没能及时公布 2010 年第四季度财报及全年财报而全盘落败。一个月后东南融通被纽交所停牌，成为了被做空机构“猎杀致死”的首家通过 IPO 方式在美上市的中国公司。除此之外，被香橼机构成功猎杀的企业还有中国高速频道、中国生物等。

2.1 奇虎遭遇香橼“奇袭”

2011 年，上市后的 360 继续自己发展的脚步，以 360 杀毒为起点，360 安全卫士、安全浏览器、手机安全软件等产品予以辅助，制定清晰明了的战略不断提升自己的品牌力量。此外，360 奉行合作的精神，积极与其他领域的厂商进行合作，涉足自己不熟悉领域的同时与合作伙伴共享 360 的流量、品牌，实现合作共赢。在用户与合作伙伴的青睐与支持下，360 的业务有了突飞猛进的发展，盈利水平也高居不下。但正是这令人眼红的业绩被一家名为香橼的美国做空机构看在了眼里，不久，一份份做空报告便接踵而至。

2011 年 11 月 1 日，香橼抛出了对奇虎 360 的第一份做空报告，报告对奇虎 360 的商业模式提出了质疑，并且声称 360 为了赢得更高的市值夸大了其在华尔街的业务。面对香橼来势汹汹的做空，刚上市还处于“婴幼儿”阶段的 360 有些始料未及，然而颇具戏剧性的是香橼针对奇虎 360 的第一份报告漏洞百出，甚至还把 360 的上市地纽交所写成了纳斯达克，这不禁让人贻笑大方。随后的几日 360 一一回应了香橼的质疑，稳定住了股价。但令周鸿祎没想到的是，这次交锋只是 360 与香橼“结缘”的开始……

2011 年 11 月 15 日，香橼在第二份做空报告中质疑 360 管理层的过去，并建议投资者更多关注搜狐和新浪，此次 360 股价不跌反涨，当日上涨 4.47%。一个月后，香橼在三天时间内连续发布了两份做空报告，报告矛头直指 360 公司财务数据造假，称其蓄意拔高了广告和游戏收入，然而 360 股价依旧坚挺。

2012 年伊始，未尝胜果的香橼在 360 发布 2011 年第四季度及全年财报前夕再度发声，再次质疑奇虎 360 财务造假，并提醒投资者“半真半假也是谎言”。360 股价受做空影响出现小波动，但当日仍上涨 1.92%。3 月 16 日，第六份做空报告出炉，这一次香橼将质疑矛头指向了 360 高层，质疑其高层存在丑闻和历史财务问题（所指的是周鸿祎在先前创办的 3721 收入中造假）。8 月 16 日，前几次做空战果欠佳的香橼此次将做空策略转变为间接打击，即通过抬高其竞争对手搜狐的市值以期证明奇虎 360 的股价虚高。但是这种迂回战术并未收到奇效，奇虎就像一只“神奇的老虎”一次次的挑战对手的神经。

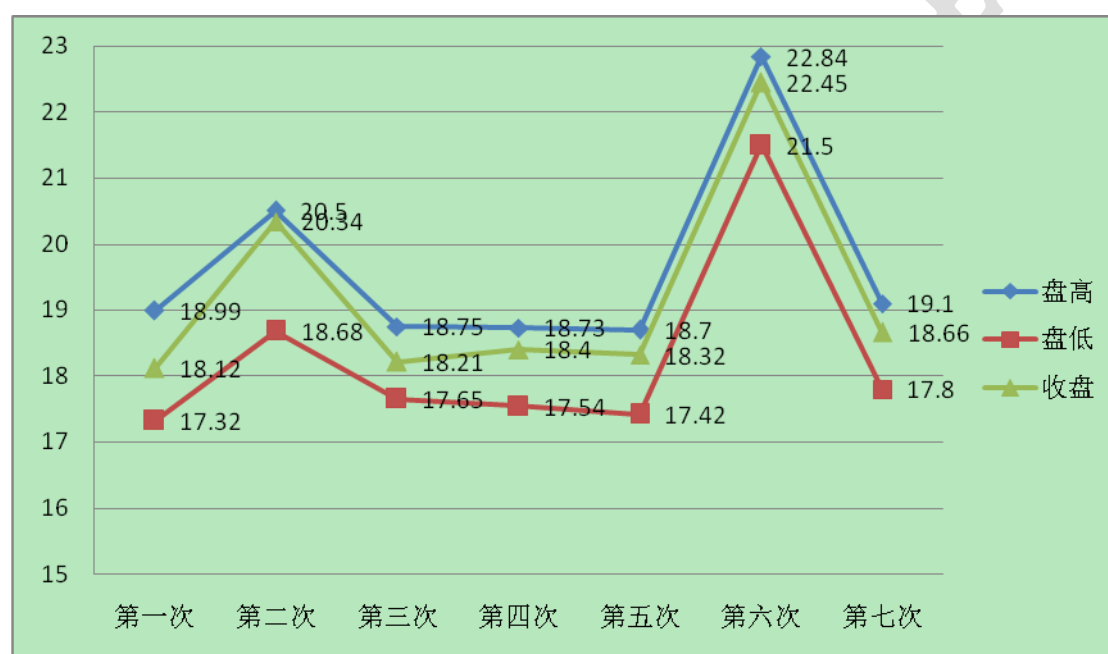


图 5 360 遭做空时股价走势

从图 5 股价走势看，360 股价虽然有所波动，但总体保持稳定状态。360 在面对香橼的多次“猎杀”，能够迅速积极反击、及时披露财务信息，并获得了社会第三方的声援。就这样，七次交锋，香橼最终“折”在了 360 的手里。奇虎 360 成为继新东方、哈尔滨泰富电气之后，香橼唱空失败的第三家中国概念股企业。

3 “游子”思归，结束漂泊路

3.1 萌生退意

2015 年，在奇虎 360 十岁之际，掌门周鸿祎为其准备的贺礼是一份高达数十亿美元的私有化要约。360 实施退市计划主要基于三方面的考虑：其一是香橼、浑水等做空机构的虎视眈眈让周鸿祎觉得身心俱疲，长期与其“交锋”显

然不是长远之计。其二是 A 股市场演绎的牛市盛宴。随着国内资本市场的活跃，A 股在半年时间内涨幅 30%，以暴风科技为代表的创富神话让其羡慕不已。也正是由于目前在 A 股上市的互联网公司业绩斐然，奇虎 360 才选择此时机退出美股。其三也是最重要的一个原因，周鸿祎在内部邮件内直言 360 目前 80 亿美元的市值并未充分体现公司价值，360 赴美上市之后，营收和利润多年一直保持着 100% 以上的增速，但是如此好的业绩下 360 的股价却长时间不温不火，这不禁让中国第三大互联网公司 360 感到“委屈”。

2015 年 6 月 17 日，奇虎 360 公布公司董事会已经接到一份“初步”非约束性私有化要约，要约由公司董事长周鸿祎、中信证券、金砖资本、华兴资本、红杉基金等五大基金机构联合发出，该私有化财团目前控制了 18% 左右的股权和 43% 的投票权。2015 年 12 月 18 日，奇虎 360 宣布与买方团达成最终的私有化协议。

对 360 而言，私有化不只是一场资本运作，更是一次可以“凤凰涅槃”的机会。360 一旦回归 A 股，不仅将重拾本土优势，在踊跃参加国家计算机系统防护工作和互联网安全领域的建设中会大幅度的提升其 PC 端用户渗透率和手机用户渗透率。其次也会为奇酷手机、智能硬件等新兴领域提供更多的机遇和广阔的舞台，市场前景将更加明朗。

3.2 “鏖战”私有化

目前，360 私有化的主要流程可细致分为 5 个步骤，依次是：

步骤 1：买方财团向 360 公司董事会提交私有化方案，其中私有化价格一般较市场价格有溢价。

步骤 2：360 成立由独立董事组成的特别委员会，对该方案进行评估，双方进行谈判并拟合并协议。

步骤 3：双方达成一致后签订最终并购协议，随后向 SEC 提交注册文件，包括表格 13E-3 和初步投票委托书。

步骤 4：360 将 SEC 审核通过的投票委托书向股东发放，并在发放 20 天后召集股东大会并举行股东投票。

步骤 5：股东投票通过后交易达成，360 可从纽交所退市并注销在 SEC 的登记注册。

私有化是需要时间成本和金钱的资本鏖战，如果说私有化可能存在什么障碍，除了以上繁琐的程序外，那就是钱。本次私有化 360 需要 70 亿美元收购其他股东股票和近 17 亿美元的现金赎回可转债，这笔巨额钱款将从何而来？

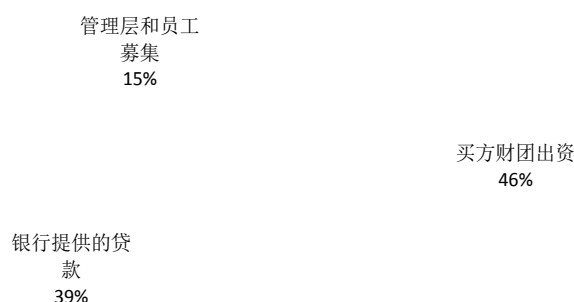


图 6 360 私有化资金来源

如图 6 所示：

（1）四大买方财团可提供近 40 亿美元参与本次私有化。中信证券、金砖资本、华兴资本、红杉基金四大买方财团具有雄厚的资金实力，在互联网领域和境内外市场具有丰富的经验和资源，是本次私有化成功的强有力保障。

（2）招商银行和另外两家股份制商业银行共同提供 34 亿美元的银行贷款（其中包括 30 亿美元贷款和 4 亿美元过桥贷款）。

（3）360 核心管理层和公司员工共同募集剩下的约 15 亿美元资金。

2016 年 3 月 30 日，奇虎 360 的私有化方案最终获得了股东大会的批准。一个月后，奇虎 360 私有化项目通过审批而进入到公示阶段，与此同时，奇虎 360 私有化的两大平台（SPV）——天津奇信志成科技有限公司、天津奇信通达科技有限公司也已完成增资手续。庞大而复杂、精密而有序的私有化承接架构使奇虎 360 的私有化进程看起来顺风顺水。

然而有坊间传闻称外管局对奇虎私有化计划相关的换汇问题进行了限制，导致奇虎私有化募集的巨额资金并未全部到位。对此，掌门周鸿祎给出了不予置评的态度。一时间，奇虎 360 私有化进程变得扑朔迷离，奇虎是否真的“骑”虎难下或许只有奇虎人自己知道。

美国时间 2016 年 7 月 15 日，历经长达一年之久的鏖战，360 正式宣布私有化收官，买方财团以每股 51.33 美元的价格收购了奇虎全部已发行的普通股。此前传的纷纷扰扰的外汇问题也尘埃落定。360 为此采用的私有化方案是双 SPV 结构（图 7）：上市公司通过各类合伙基金，间隔一层、两层甚至三层以上来获得 360 的私有化份额。



图 7 奇虎 360 的双 SPV 结构

不管怎样，奇虎 360 的私有化退市划上了一个圆满的句号。今后纽交所再无奇虎 360 的公开交易股票，360 与纽交所长达五年的爱恨情仇在此刻也烟消云散。

3.3 归途中的“披荆斩棘”

VIE, Variable Interest Entities, 直译为“可变利益实体”，在国内被称作“协议控制”，是指境外离岸公司通过独资建立的外商企业，借助 VIE 协议控制境内经营实体，成为境内实体的实际控制人。这种安排可以将境内运营实体的利益转移至境外上市实体，使境外上市实体的股东实际享有境内运营实体经营所产生的利益。通俗点说，VIE 结构就像一个“香蕉”，外表是黄种人经营国内业务，内层是白种人实际控制经营利益与股权结构。

传统的 VIE 结构如图 8 所示，公司的创始人或管理团队与风险投资、私募股权基金以及其他股东共同设立一家境外公司，作为未来上市主体，这家公司通常注册在开曼等避税天堂，这家上市主体在国内设立一家独资公司 (WFOE)，该 WFOE 与国内持牌公司签订一系列的协议即 VIE 合同，从而使得 WFOE 能够控制国内持牌公司并分享其利益。

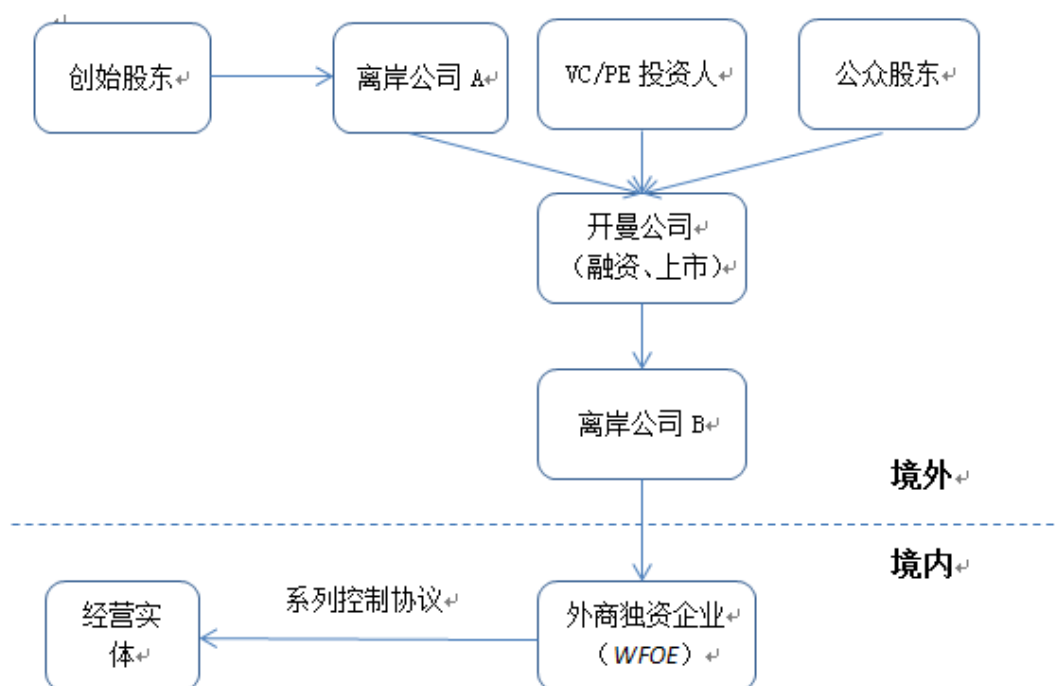


图 8 传统 VIE 结构图

VIE 结构的使用实质是规避我国的外商投资限制和商务部审批等法律规范，其对中国一些新兴产业的发展做出了巨大的贡献，弥补了国内外商投资限制的缺陷，让不少互联网企业都发展起来而且在海外成功上市，奇虎 360 无疑也在其中，VIE 结构为其上市融资起到了至关重要的作用。

如图 9 所示，2005 年，奇虎 360 于开曼群岛注册。同年年底，奇虎 360 在北京成立全资子公司--奇智软件有限公司，作为其主要的经营实体。2010 年，奇虎 360 又在香港成立 3 家全资子公司，分别为 360 国际有限公司、奇零国际有限公司和奇飞国际有限公司。奇虎 360 则主要通过北京奇虎和上海奇泰在中国开展业务，而北京奇智软件跟北京奇虎科技之间并不存在法律上的股权关系，而是通过一系列的协议连接在一起，这些合约协议包括股权处置协议、贷款协议、股权质押协议、业务经营协议和技术开发协议，目的是将实际运营并盈利的北京奇虎的所有利润全部转到奇智的名下，从而成为上市公司盈利的一部分。

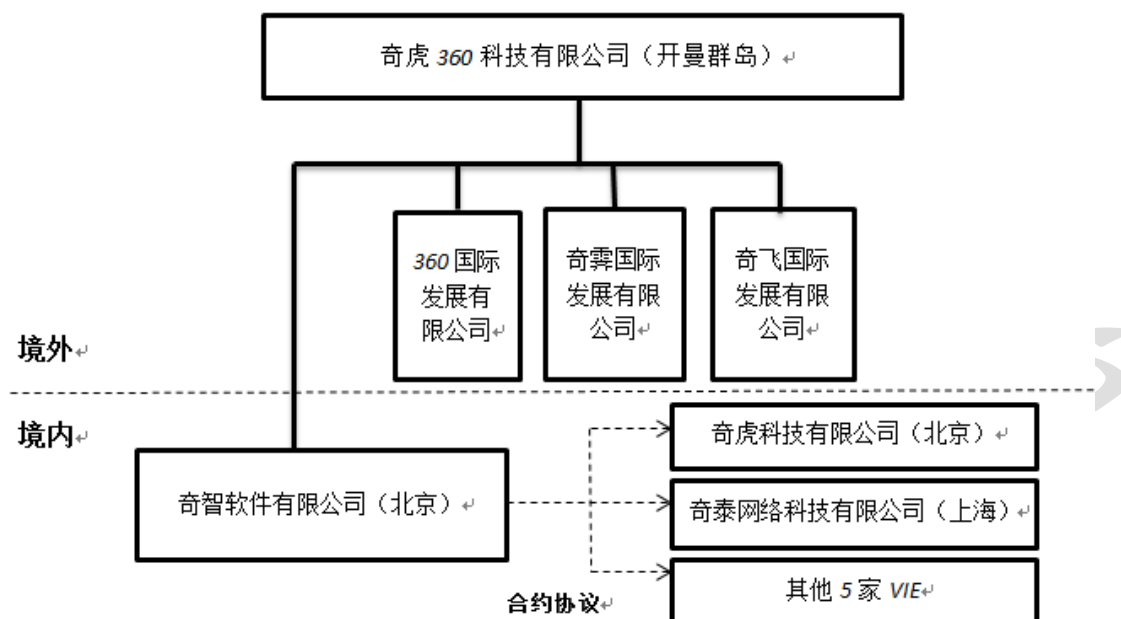


图9 奇虎360的VIE结构图

“建时容易拆时难”，奇虎360拆除VIE并不是终止合约协议那么简单，而是一个极其复杂的过程。其需要准备一个在国内上市的经营实体来重新放置360庞大的资产，这里面的工作涉及到跟外管、税务、工商的对接，需要处理的关系十分复杂，稍有不慎就会产生税务风险和跨境法律风险。总之，360复杂的红筹结构想要完全拆除是一个时间活，绝不是一朝一夕就能完成的简单事，能否顺利拆除我们将拭目以待。

4 重新上市的选择

4.1 国内上市风云起

在中国资本市场不断发展的情形下，从海外退市的公司回归A股重新上市的途径主要有三种：借壳上市、IPO（公开发行股票）和战略新兴板。“香饽饽”战略新兴板今年被两会从“十三五”规划中删除，也就意味着这条对中概股公司最为便捷的上市途径被叫停。证券业从业人员内部消息称，此前临时调岗为战略新兴板准备的工作人员已经收到通知回到原来各自部门，战略新兴板从此成为了一个遥遥无期的美梦。在战略新兴板“生变”被搁置以后，360的上市捷径就只剩下借壳上市和IPO上市两条路。按照目前公开的口径，两种方式都有可能。但是多数市场人士认为借壳的可能性略大，因为与IPO上市相比，借壳上市优势明显。IPO排队等候的A股众多，无论是在上市成本还是在上市时间上，借壳上市看起来近乎完美。

借壳上市，backdoor listing，是指上市公司的控股母公司（集团公司且为非

上市公司)通过将主要资产、业务注入到已拥有控制权的上市的子公司中,来实现母公司上市的一种行为,通俗点说就是通过资产重组,借助一个上市公司的“外壳”来达到本公司上市的目的。这个过程选择一个好“壳”显得尤为重要,一个好“壳”可遇不可求,那么如何该挑一个好“壳”呢?机制转换不彻底,经营管理不完善,业绩表现不尽如人意,盈利性和成长性较差的公司更容易成为壳资源。经过对以往的壳资源的分析比较,具有以下特征的公司卖壳意愿更强:

- (1) 保持上市资格,股价较低,业务规模和总股本较小,市值低,便与重组。
- (2) 公司主营业务遭受重大损害或有显著困难,在市场上较为低迷,盈利能力较差。
- (3) 实质控制人为自然人,股权相对分散,第一股东持股比例小于 40%。
- (4) 无法律纠纷、无违规、无遗留问题、无负债或负债较低的上市“空壳公司”,换句话说,这个壳非常“干净”。

在全国范围内,符合这些条件的“壳”少之又少,加上回国上市的公司青睐借壳上市,壳资源愈发的紧张起来。今年六月,证监会修订的文件《上市公司重大资产重组管理办法》给处在水深火热的借壳上市公司又添了一把柴火。该文件剑指借壳上市,提高了重组方的实力要求并取消重组上市配套融资,延长新进股东的持股锁定期,进一步完善了公司控制权的变更标准。此文件一出,市场中的“炒壳”行为会大规模的降温,其中的利益得失或许只有公司亲身体验后才能明白。

4.2 壳选择大猜想

目前 360 这样的“巨无霸”公司一旦成功回归 A 股,极有可能会带来股价的飞涨。“360 壳概念”一时间被炒的火热,A 股资本市场已迫不及待想要分食这场盛宴了。面对紧缺的壳资源,最终究竟会借哪只壳?甚嚣尘上的坊间传言甚至盖过了对 360 公司本身的关注。360 在操作借壳上市时的难点主要是 360 千亿级的庞大体量,如果壳资源的规模太小,势必会影响 360 上市后的整体市值,这让“壳”的选择变得稍显局限。从与奇虎 360 存在多种股权关系的天津普林,到具有产业协同效应的波导股份,甚至股票代码里包含 360 的华微电子(600360)都跟奇虎 360 传出过绯闻,不过这些壳与奇虎 360 所需的庞大体量差距甚远。

在为数不多的壳资源中,最有可能因筹划与奇虎 360 进行重大资产重组的公司为以下 6 家:

表 1 可能成为“壳”的六家公司

代码	简称	总市值（亿元）	停牌原因	主行业
002439.SZ	启明星辰	205.59	重大事项	信息软件与服务
002314.SZ	南山控股	131.8	筹划重大资产重组	耐用消费品与服装
002012.SZ	朗姿股份	150.92	重大资产重组	耐用消费品与服装
000982.SZ	中银绒业	148.37	重大事项	耐用消费品与服装
000975.SZ	银泰资源	162.24	重大事项	材料
000796.SZ	凯撒旅游	220.5	重大资产重组	消费者服务

上表所示公司股票中，南山控股与集团旗下的另一家企业停牌时间一致，市场猜测其原因为筹划整体上市；朗姿股份一段时间内通过并购持续在产业链上谋划业务转型；银泰集团的银泰资源是集团矿产资源业务的上市平台，因筹划重大资产重组事项于 2016 年 4 月 19 日起在深交所停牌；海航旗下的凯撒旅游于 2015 年 11 月借壳易食股份登陆 A 股，现由于资产重组已停牌多日；另外，中银绒业的控股股东中绒集团曾于 2014 年 9 月参与盛大游戏私有化，目前因合同约定调整其出资份额事项涉诉；启明星辰公司已停牌宣布收购信息安全标的，自身也是信息安全公司，可以达到奇虎 360 所需资金，也比较符合 360 公司的利益，在这六个壳中的呼声也最高。在今年 7 月 15 日 360 在美退市私有化完成后，原本不被看好的波导股份又逐渐浮出水面，退市当日波导股份的股价开始上涨，走势上很有被借壳的味道。

面对紧俏的壳资源，360 管理层也并不是毫无准备。据悉，由于庞大的体量，360 回归 A 股时可能会选择分拆上市，即把消费者业务和企业安全业务拆分开来。业务拆分上市的同时 360 整体庞大的体量也被一拆为二，不仅可以减少证监会审核时的麻烦，也可以使 360 的部分业务获得更高的估值。私有化完成后 360 在北京火线注册的“360 网络安全有限公司”似乎也在为企业安全业务的上市做准备，由于 360 安全业务起步早，发展稳定，早些年在国内网民中

积攒了良好的声誉,我们也有理由相信安全业务会优先于消费者业务回归 A 股。

虽然目前预测奇虎360借壳概率大的业内人士居多,但也有人士指出参与各方一定会考虑当时的市场因素。因此,在360借壳上市之前,一切还都只是猜测。

场景二

2016年6月13日下午一点,距离360手机品牌战略暨暑季 Campaign 发布会还有两个半小时的时间,深圳体育中心发布会场却早已人山人海,炎热的天气并没有阻挡粉丝的热情,大家都在静候发布会的开始。

下午三点半整,发布会如期开始,主屏幕上“360 安全·无畏”这几个大字渐渐印入人们的眼帘,在全场粉丝的掌声和尖叫声中,身着红色上衣的“红衣主教”周鸿祎从幕后来到了粉丝的面前,脸上洋溢着的幸福微笑仿佛寓意着360手机未来美好的前景。随后的几个小时,会场交给了周鸿祎,会场内时不时爆发出的热烈掌声折射出了人们对360安全手机的憧憬。周鸿祎在回顾360手机发展历程的同时给出了对未来360手机的展望,“360手机团队将以巨大的技术力量打造出安全、便捷的360手机,为用户提供无处不在的安全感……”一句句铿锵话语不绝于耳。“人生没有白走的路,每一步都算数,405天,360手机之路有成绩也有坎坷,只要做对用户有利的事,就一定会有所收获”,老周如是说。

此时此刻奇虎360正在远渡重洋的归途中,假以时日如果能够成功拆分上市回归A股,拆分后的360业务格局会作出怎样的改变呢?

5 “钱”景美好,筑梦 A 股

尽管奇虎360中概股回归之路坎坷曲折,但国内还是普遍看好其上市后的股价走向。公司在2012和2013年保持着让许多公司望尘莫及的营业收入,2014年更是迎来爆发,全年营业收入13.9亿美元,同比增长107%,主要的得益于搜索业务持续推进和移动端业务的高速增长,在线广告在2014年取得了81%的同比增长,伴随着手游在线增值业务收入全年实现同比142%的增长。2015年360似乎没有受到私有化的影响,虽然增长势头稍有下滑但营业收入还是一路高歌猛进达到18.05亿美元。这样的“巨无霸”公司如果回归A股上市后,估值可达2000亿元,更有希望冲击3000亿元,这样靓丽的估值足以让360站在中国互联网的巅峰,供同行仰视。

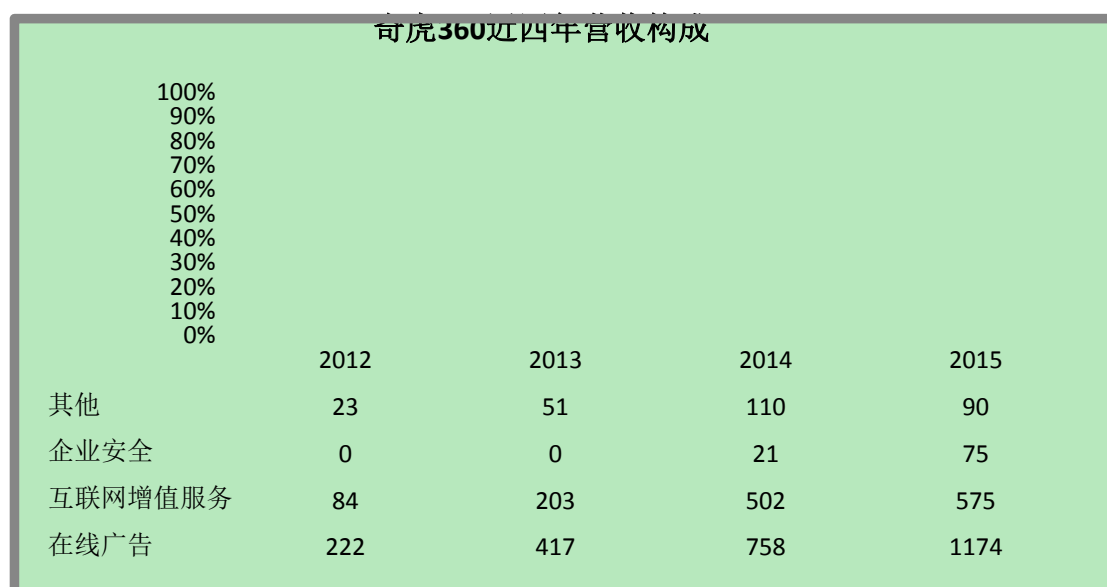


图 12 奇虎 360 近 4 年的收入构成

由图 12 可以看出，公司广告收入增长迅速，虽盈利能力的增长势头略有下滑，但整体财务运营状况健康。我们完全有理由相信倘若搜索业务和手机市场开阔顺利，收入很可能有新一波的上涨。

早在 2014 年，360 便进行了一次大的业务模式调整，传统安全产品、流量产品业务与新兴手机、硬件业务分拆开来。如果 360 成功在 A 股上市，这种分拆的业务模式还将继续。周鸿祎负责新兴业务，主攻智能手机和硬件领域，齐向东则负责 360 安全卫士、360 杀毒等传统业务。这样的分工是两人截然不同的性格决定的，周鸿祎不安现状，好勇斗狠，喜欢进攻；齐向东则思维缜密，善于防守，不打无把握之仗。可以说周鸿祎主外负责的是烧钱的新业务，齐向东主内负责的是赚钱的旧业务。两人仍将紧密合作，挣钱的齐向东需要周鸿祎烧钱买未来；烧钱的周鸿祎需要齐向东挣钱提供弹药。

周鸿祎想做手机新业务的想法由来已久了，早在 2014 年，奇虎 360 就与酷派集团强强联合，酷派将旗下的手机品牌“大神”剥离出来与奇虎 360 成立了合资公司奇酷科技，共同打造手机新品牌。期间尽管由于 360 和酷派在品牌运营上出现分歧而发生过矛盾，但手机总体的运营已经走上了正轨。次年作为最大的手机安全厂商，360 发布了全球独家以安全为主打的奇酷手机，除了可以防止传统的木马病毒外，还可以防骚扰、护隐私，一时间在手机行业掀起一层浪的奇酷手机家喻户晓，在不足一年的时间里收获了超过 3000 万的铁杆粉丝和用户。经过在手机市场的摸爬滚打，如今的 360 手机公司已可以独立发展。今

年6月13日360提出了“这一夏360度精彩”的手机品牌战略，董事长周鸿祎还公布了360全新的手机品牌“安全·无畏”，确定了自身的产品和品牌定位。

6 尾声——任重道远

作为2015年至今备受瞩目的事件，奇虎360“旅美”回归之所以进入人们的视野不仅因为回归方是当今中国最大的互联网安全企业，还因为其充满波折的回归之路。中概股回归A股需要经受“退市私有化——拆除VIE红筹架构——国内重新上市”三重考验，回归之路既阻且长。

截止到2016年7月15日，奇虎360一年鏖战方才完成第一重考验，纽交所成功退市后360接下来还要面对复杂的VIE结构和重新国内上市的选择，拆除红筹架构这项需要满足境内境外股东共同利益的工作绝非易事，而重新上市的路径变得愈发狭窄，能否借壳成功也是一个考验，假以时日即使重新国内上市，360在智能手机领域的优势也并不明显，在挑大梁的智能手机领域小米与华为一骑绝尘，除此之外排在360前面的还有联想、OPPO、魅族等公司，压力之大可想而知。归途中的酸甜苦辣或许只有360亲身体验一番才能知道。

中概股曾经克服无数艰难远渡重洋赴美上市，只是大洋彼岸的日子有欢笑也有血泪。在中概股回归浪潮中，前有分众传媒、暴风科技成功回归创造出股市神话的典范，后有人人网、博纳影业、如家、世纪互联等在私有化门槛前排队相望，在360回归之际，A股的牛市盛宴会再一次点燃吗？本案例也在启发我们思考中概股集体回归的背后隐藏着什么秘密？挤破门槛回归的中概股对A股市场的冲击是好是坏？A股市场能否哺育这些体量巨大的商业巨鳄？

无论怎样，奇虎360已经走在了东归的路上，能不能将坎坷曲折之路走成康庄大道，一切的一切还需要时间的检验……

（案例正文字数：12189）

China concept stocks Qihoo 360 come back to China 's stock market

Abstract:

With the development of economic globalization and the promotion of China's economic power, more and more Chinese companies choose to come to international capital market for financing because of the loose terms and effective market operations. Once upon a time, going abroad to appear on the market in America is a dream for many Chinese entrepreneurs. But as the famous saying goes “Things will develop in the opposite direction when they become extreme.” Since 2008, many Chinese companies choose to escape the American stock market including China's Internet giant Qihoo 360 accounting for the financial crisis and going short. This study case is from going abroad to appear in the market to decide to come back to China 's stock market through privatization. By discussing the predicament that Qihoo 360 faced, deciding to realize privatization, VIE structure and other questions, students will understand this phenomenon deeply.

Key words: Qihoo 360; capital operation; privatization; VIE architecture; backdoor listing