

国内最大杠杆并购交易落定

分众传媒退市或“引爆”中概股

特约记者 杜海 宁佳彦 济南报道

北京时间12月20日，分众传媒(Nasdaq:FMCN)宣布就私有化与Giovanna母公司和Giovanna签订了最终合并协议和计划，预计明年二季度完成交易。由此，分众传媒将完成私有化进程，从纳斯达克退市。此番私有化成本约为37亿美元，成为中国最大的杠杆并购交易。

记者发现，这笔私有化，由分众传媒董事长江南春、凯雷资本、方源资本、中信资本、光大结构性投资控股公司、复星国际(00656.HK)等成立了收购载体。

有迹象表明，分众传媒的退市仅是开始，更多中国概念股或将步其后尘。

“中概股退市迹象明显，此时回归是海外上市公司的最佳时间点，这将分享并助力中国经济发展。”齐鲁证券分析师刘保民对记者说。

溢价17.6%

上述收购之举，呈现出高溢价。对此，创新工场CEO李开复在20日一早的微博中，也不忘借此“揶揄”一下相关做空机构，“这么多私募愿意支持溢价也证明了分众的价值，和当年浑水质疑的荒谬无理。”

据悉，与分众传媒宣布收到“私有化”要约前最后一个交易日23.38美元的收盘价相比，收购价格溢价高达17.6%。

此前，分众曾宣布从方源资本、凯雷投资集团、中国国际信托投资公司、鼎晖投资和光大控股旗下子公司以及江南春及其附属公司那里收到私有化要约。有消息称，鼎

晖原本要投资2亿美元，但后来因担心投资回报率不够高，于本月初退出财团。而多年前，鼎晖曾是分众传媒最重要的资本伙伴。上海复星目前替代了鼎晖的位置，前者是分众传媒第二大股东，持股仅次于江南春。

在刘保民看来，上市公司私有化并不单纯是因为估值低，可能是为了不受到财报盈亏的束缚以及可以更激进地投入。

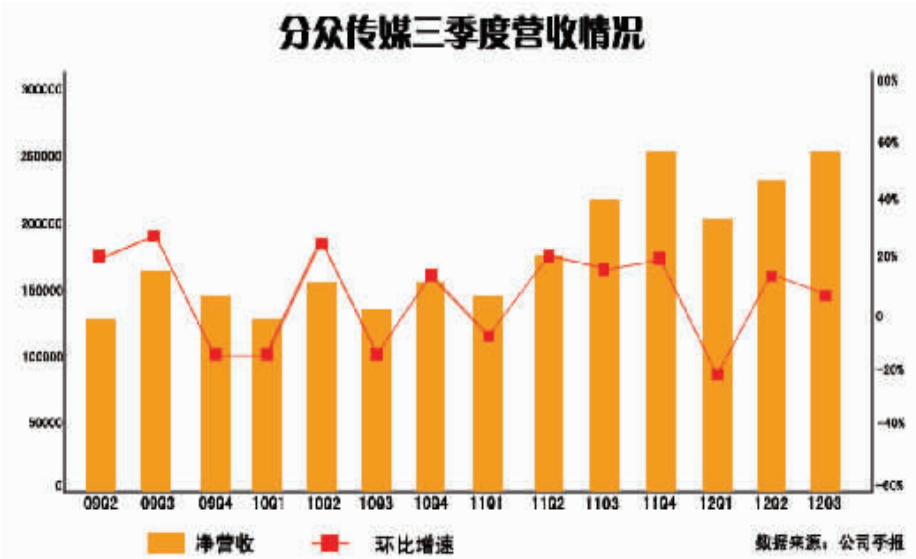
IPO资料显示，分众传媒2005年7月登陆美国NASDAQ，成为海外上市的中国纯广告传媒第一股，并以1.72亿美元的募资额创造了当时的IPO纪录，是纳斯达克中国上市公司龙头股。

“有的公司所在领域已经相对成熟，成长空间已经不大，但又可以持续获得现金流，这样的公司私有化后也可能选择作为私人公司运营下去。”刘保民说。

记者注意到，分众传媒在私有化后，仍将由该公司董事长兼CEO江南春控股，与此同时，复星国际20日公告称，公司已就分众传媒私有化与Giovanna Parent Limited等签订滚动协议。通过订立滚动协议，复星不仅得以锁定先前的二级市场投资分众传媒之利润，亦可依赖私有化机会获得进一步潜在财务收益，并向本公司股东传递价值。

对于西方私募基金如凯雷等来说，使在纽约上市的中国公司私有化是一条具有吸引力的投资中国的方式，因为它们如果直接投资中国会遭遇当地投资基金的竞争。

采访后，有市场人士认为，大量中资股近年惨遭美国研究机构唱衰及沽空，致股价及市场信心崩溃，分众传媒或受此影响而谋



求退市。去年底，分众传媒曾成为浑水创始人卡森-布洛克 (Carson Block) 的做空对象。在经历了打击后，公司股价曾大幅下滑，此后有所恢复。

中概股退市意愿加强

分众传媒如果私有化完成，是继阿里巴巴、盛大之后，中概股的又一次涉资20亿美元以上的私有化，并且，这可能仅是一个开始。据投资资讯网站SeekingAlpha透露，人人和当当网可能会追随分众传媒私有化步伐，从而引发中概股退市潮。

事实上，受会计丑闻和一些负面调查报

告的影响，许多在美上市的中概股，其股价在过去两年里大幅缩水。

以2011年4月26日东南融通被做空为标志性事件，中国公司的财务问题让美国投资者对中概股的信心降到冰点。本月初，美国证券交易委员会(SEC)发布声明，指控德勤、毕马威华振等五大会计师事务所拒绝向SEC提供涉嫌欺诈的中国公司的相关审计资料，违反了美国证券法律规定。这样的境况下，赴美IPO的公司数量已大幅减少，而那些不甘被低估的中国公司则纷纷寻求从美股市场退市。

目前，在美国上市的中概股有近300只。记者据1美股统计，2010年4月至2012

年11月20日，美股市场共有45家中国公司提出过或者完成私有化。其中，已经顺利完成私有化的公司有17家，正在私有化过程中的公司有21家，另外有7家公司终止了私有化。

从这些案例来看，成功私有化案例的发起人一般持有较大股份，多数案例的要约方持股超过40%，并且背后都伴随着财团的大力支持。从私有化估值上看，多数案例都在1亿美元以上，只有国人通信和经纬国际的市值在1亿美元以下。不过，超过10亿美元的案例也很少。此番分众传媒的私有化，将是中概股最大的一个私有化案例。

深圳投行界项目经理张臻对记者分析，私有化能否通过的一个很重要的原因是价格。如果有持股比例较高的机构股东不同意私有化价格，私有化难度就会大幅增加。比如分众传媒的私有化，外部股东Eastspring至30美元以上。“此外，要约方合作财团的坚定支持，也是私有化顺利进行的重要条件。私有化过程中，一开始承诺参与的财团如果中途因为某些原因发生变化，也会让私有化过程增加许多变数。”张臻表示。

刘保民则指出，美股市场低估值的公司私有化之后，通常的想法是在A股或者港股重新上市，以获得一个更好的估值；或者是卖给其他公司或与其他公司进行合并，也有可能作为私人企业运营，加大新业务发展投入。而华兴资本CEO包凡表示，分众传媒的退市或引发多米诺骨牌效应。未来，香港有望成为中国公司的最佳上市地之一。

李宁花18亿处理存货为“大跃进”买单

特约记者 曾云 报道

大面积存货成为运动品牌李宁最大的痛，这一次，李宁终于决定“断腕图强”。

12月17日，李宁公司公布一项涉及资金最高达18亿的渠道复兴计划，矛头直指困扰行业已久的存货问题。据公告称，此次应收账款重组将包括支持经销商清理库存、回购、整合销售渠道等多重方案，旨在加快积压存货的清理，盘活下游有效流通，提升渠道的盈利能力等。而回购，则是此项计划的一大重点。

“过去的十几年，公司通过批发式运营迅速扩张销售网络，抢占了第一轮发展的先机。但是，过于激进的发展导致经销商库存增加，零售店铺的经营能力和盈利能力全面下降。”李宁新的执行副总裁，席金珍坦言。此外，陈军向记者透露，门店线下销售影响颇大的电商渠道将是李宁公司的下一整顿重点，目前正处于考量之中。

减负为转型

对于这一计划，公司执行主席李宁告诉记者，李宁公司现在面临的问题实际上是整个行业的共同难题。当下，李宁公司考虑更多的是如何让渠道真正创造新的能力，这样才有可能为品牌和品牌公司带来更大的发展，才有可能使行业获得更长远的发展。

在全球与中国经济增长减缓的背景下，一度高速增长的运动用品行业正经历巨大变化与挑战。

据2011年公司财报，中国六大体育用品品牌库存总值同一年相比均以两位数增长，存货周转天数也增加不少。这几年盲目扩产带来的库存和大肆扩张的门店，无疑增加了成本。

有业内人士表示，包括李宁公司在内，整个体育用品品牌从此前两位数的高成长开始回落，原因包括需求放缓、库存压力、产品过剩及行业竞争激烈等。

对此，李宁表示，在过去十几年，李宁公司通过批发的运营模式迅速拓展网络，提高市场份额，抢占了第一轮发展先机。近几年，整个行业的增速开始下滑，并出现饱和迹象。2012年，库存积压和零售渠道问题趋

于严重。对此，管理层迅速作出决定，出台了全面变革蓝图，以求改变下滑态势。

“过去几个月，公司同多家骨干经销商进行紧密合作，成功推出了几项关键的改革试点。这些试点现在开始全面落实，主要内容就是重建渠道的盈利能力，也就是渠道的复兴计划。”李宁补充道。

按照这一计划，李宁公司将协助经销商清理库存、回购存货、合理化整个经销商的应收账款结构等，而有关费用将以应收账款抵销方式体现。上述方案将于未来数月内确定并执行。

此外，李宁公司还将主动调整业务、加强对体育运动的投入、一次性解决库存问题。

据存问，为了一次性解决问题，此次复兴计划中就包括了对超出账期的存货和应收坏账做出拨备。

对于这次渠道复兴计划对公司财报的影响，李宁公司执行副主席金珍君告诉记者，这次计划主要是一次性费用开支，而且是非现金的行动，对公司的现金流不会有太多影响。

帮经销商减负

面对经销商手中“沉甸甸”的存货，李宁在万般无奈之下决定斥资回购。

“此项计划，目前已经进入筹备阶段。”跟随李宁(化名)记者透露，“李宁经销商李军(化名)对记者透露，‘李宁公司此次回购的货品主要是2010年、2011年的存货，由于这两年行业内普遍存在大尺度扩张，指标进销量是实际销售量的120%到130%，造成库存压力。’”

对于回购的价格，李军也表示相当满意。“存货根据货品新旧程度定价，基本在四折到五折这一区间。”而在售的李宁旧款折扣目前前三到四折的比比皆是。

据李军估计，这次湖南地区回购的存货价值预计3000万到5000万左右。而回收于集团的存货，也将销往或赠送海外贫困国家或地区。“对我们而言，这代表着我们将可以摆脱库存带来的恶性循环，让我们有足够的资金来购置新品，保证市场的新鲜度和利润率。”

值得注意的是，李宁经销商对铺面的升级在公告发布前已处于进行中。

18亿够花吗？

在“断腕图强”之前，李宁也做出了不少的尝试。2010年，李宁公司曾希望通过品牌重塑，进行消费群调整，于是发动以换标为核心的品牌升级运动；最后并没有达到理想效果。

2012年上半年，净利润为0.44亿元，同比减少84.9%的年报数据，预示了李宁的又一次危机，李宁随后对店铺进行结构性关闭并关闭了1200家低效店。这似乎并没有给李宁的业绩带来明显的好转。

从某种意义上说，李宁此刻推出的最高达18亿渠道复兴计划，将是李宁的生死之战。在如此重大的影响之下，李宁的投资者恐怕没有这么乐观。有港股市场投资人士在接受媒体采访时评价认为，这一举措虽然是“正确决策”，但14亿到18亿元的规模是否足够清除李宁旧有库存障碍尚存疑问。

细分市场带动行业洗牌

值得注意的是，北京关键之道体育咨询公司CEO张庆日前表示，体育用品行业可能还有两三年的调整期，一些企业或被淘汰，一些企业或凤凰涅槃焕发新的活力。

对于这一观点，李宁表示，随着中国体育运动品牌市场细分需求的显现，尽管尚未达到极度细分市场的需求，但依然给行业带来很大空间。企业需要抓住这样的机会，赢得属于自己的市场份额。

李宁认为，“中国体育用品市场已经开创所谓的洗牌，这一洗牌会让真正优秀的企业得到提升，而那些一味跟随没有转型变革的企业可能会被淘汰。”而对于“晋江运动品牌企业三年不生产都够卖”的传言，金珍君认为，现在市场到底有多少存货并不重要，整个市场是正增长还是负增长也不是最重要的，现在最关心的是公司内部的变革转型有没有做好。

不管市场如何评价本次复兴计划，留给李宁的时间恐怕已不多了。

中石油斥资137亿进军加拿大页岩气领域

特约记者 钟俊 报道

在国内加大页岩气开采的中石油，开始将触角伸向加拿大。

加拿大能源公司EncanaCorp(ECA)日前宣布，中石油将以22亿美元(约合人民币137亿元)收购加拿大能源公司Encana在阿尔伯塔省的一处页岩气矿49.9%股份。这是继中海油、中石油之后，中国油气企业第三起收购海外页岩气资产的交易。

收购49.9%股权

ECA日前宣布，已与中国石油天然气集团公司旗下全资子公司PhoenixDuvermayGas签订协议，双方将成立合资公司，共同开发ECA位于加拿大阿尔伯塔省的Duvermay页岩气项目。

根据ECA的公告，中石油方面将以21.8亿加元(约合22亿美元)的价格入股该页岩气项目49.9%的权益。

在交易中，中石油将先行支付11.8亿加元，另有10亿加元将在未来四年中以负担开发成本的形式支付，双方共将投入40亿加元在钻探及加工设备方面。作为加拿大最大的天然气生产商，ECA将担任该项目的作业者。

据悉，该项目覆盖的土地面积约为44.5万英亩(合18万公顷)，预计的蕴藏量约为90亿桶油当量。

ECA总裁RandyEresman表示，中石油的投资将加快Duvermay页岩气项目实现全部生产潜力的步伐，这一合作会将中石油整合上下游的能力和财务资源与ECA的经验结合。

据了解，尽管该交易尚待批准，但其审批流程将不会像中海油收购Nexen那样严格。由于中石油只占该项目的少数股权，这笔交易不必接受联邦审核。此次交易也是加拿大公布关于外国国企重大能源投资新准则之后的首宗大型交易。

在页岩气方面，我国三大石油公司已经与外国企业有着不同程度的合作，此交易也是中国石油企业第三起收购海外页岩气资产。

2010年，中海油斥资10.8亿美元现金(约合人民币72亿元)收购美国第二大天然气生产商切萨皮克能源公司位于得克萨斯州南部的页岩油气项目的部分权益；今年4月，中石化与美国戴文能源公司签署收购戴文5个页岩油气资产权益的协议。

对于此次收购，卓创资讯分析师李凌瀛对《每日经济新闻》说，中石油在积极拓展北美市场，这主要是因为当地页岩气的组成中乙烷含量较高，预期未来北美市场天然气制烯烃项目会快速发展，所以投资该项目预期收入良好。

或为学习开采技术

此外，中石油也在积极拓展国内页岩气市场，可以通过加拿大项目学习先进技术，转用于国内市场。

中投顾问新能源行业研究员沈宏文认为，页岩气是未来能源的“新宠”，巨大的蕴藏量若能有效释放必将引领国内能源革命的浪潮。不过，目前我国页岩气开采尚处于初期阶段，核心设备、核心技术的研发制造能力严重不足，而加拿大公司在页岩气开发方面已经取得了很好成绩，中石油与加方合作对于其提升页岩气开采经验有重要帮助，其在国内页岩气领域或能建立先发优势。

据了解，中石油页岩气进度相对较快，其在川南、滇北地区优选了威远、长宁、昭通和富顺-永川4个有利区块，其中多口直井获得工业气流。

3月，壳牌也与中国石油集团签署中国首个页岩气产品分成协议，将与中石油共同勘探、开发及生产富顺-永川区块3500平方公里内的页岩气。

李凌瀛说，中石油西南油气公司正在准备对外商业化售气，其中富顺-永川区块4口井获得了页岩气。此区块项目有望成为中国第一个商业化的页岩气项目。

中石油位于四川省宜宾市珙县的上罗镇的201-H1页岩气井已经于今年8月向周边的用户进行小规模供气，这是我国首个高产量的页岩气井。

该页岩气井属于国家级示范试验井。中石油西南油气公司内部人士透露，虽然201-H1规模气井，已经比较稳定供气，但是尚不能大规模产气，因此只能暂时供应供气井周边的居民用户，一天供气量也就几万方。目前，全国的页岩气井中，仅有这口井的产量较高，而大规模的产气，还需要技术攻关。

“相对美国来说，中国页岩气的开采耗时、耗钱，投资前需要谨慎的考虑。”上述人士补充道。

沈宏文认为，页岩气第二轮招标拉开了国内页岩气开采的序幕。页岩气开采的核心技术、核心装备、商业化运作模式成为业内关注的焦点，而石油巨头在此次招标中并未取得较好成绩，为了避免丧失先发优势，石油企业纷纷加大对页岩气的投入力度，在资金、技术、管理等各方面不惜血本。

不过，李凌瀛分析，由于第二轮招标的区块，本身资源情况一般，加之传统油企的页岩气区块占全国资源总量80%以上，所以拿不拿到区块意义并不大。