

PE 产业整合：第三名的价值空间

摘要

在分众、聚众竞争行业第一的过程中，让天平倾向分众的关键砝码是框架媒介，而促成其事的幕后推手是汉能和、IDG。

在分众和聚众的跑马圈地中，软银、鼎晖、凯雷、高盛等知名投资机构纷纷加入战团，使得楼宇视频广告市场的竞争白热化，并催生了这一市场的双寡头格局；同时，这也形成了行业内其他企业无法逾越的“成长天花板”，使它们获得外部融资发展壮大的可能性几乎为零。在此情况下，汉能、IDG 两家 VC 另辟蹊径，以较少的资金投入支持资本规模不到分众、聚众十分之一的第三名——框架媒介整合了行业第四到第十名，使得框架媒介在电梯平面广告这一细分市场的占有率提升到 90%，并成为决定分众、聚众胜负最关键的砝码。结果，框架媒介的估值在不到 1 年的时间里从 5 倍市盈率上升到 11 倍市盈率。而在这一过程中，汉能、IDG 也获得了 20 倍的超额收益，双赢的结局彰显了行业第三名的价值空间。

这也是目前我们看到的 VC 及私募股权引导甚至是主导行业整合的完整案例。而且“汉能+框架媒介”的做法不仅可以应用于新媒体行业，对于乳业、家电连锁、地区性商业银行、中国钢铁业等资本密集的寡头垄断行业也具有可操作性。可以预计，私募股权基金（包括 VC）将在新一轮的企业并购潮中担当更重要的角色。

汉能、IDG 以小谋大

（提要）在汉能和 IDG 支持下重组的新框架媒介，成为细分市场的老大。而且，如果框架投向分众，则聚众在公寓楼市场上将被分众击败、从而彻底失去了与分众抗衡的能力；反之，如果框架投向聚众，则聚众实力将会大大增强，形成与分众分庭抗礼、甚至略胜一筹之势。行业地位的提升让框架的估值翻了一倍多，使得汉能及其所有投资者赚取了可观的规模溢价。

2004 年 11 月，商业楼宇广告市场已形成分众、聚众二分天下的格局，就在这种情况下，汉能集团和 IDG 以 1500 万元入主框架媒介，并把汉能内部最善于媒体整合的谭智派到框架做 CEO。一向只投资行业一二名的私募股权基金为什么会对这个细分市场的“小老弟”如此关照？

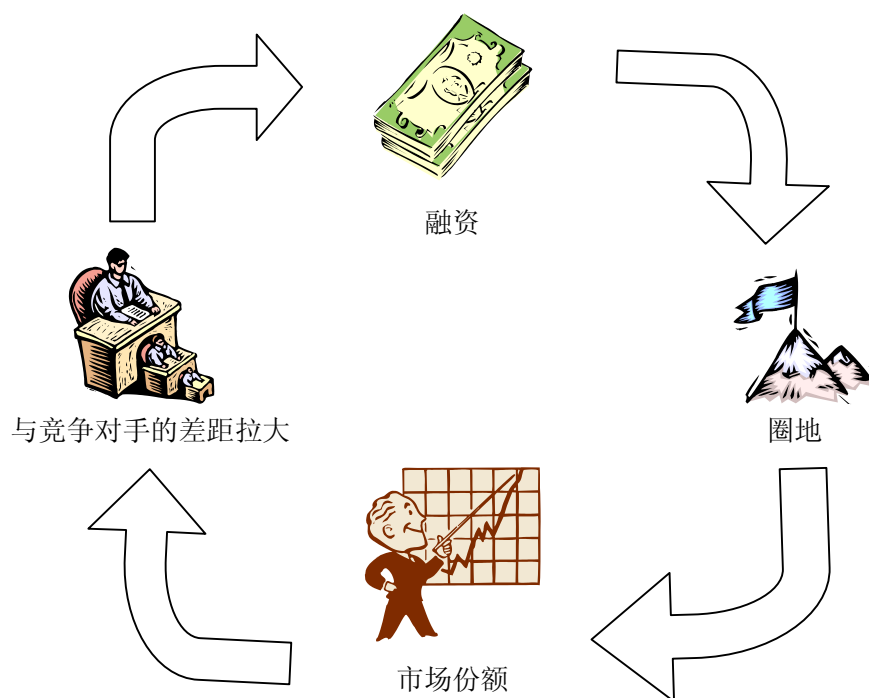
背景：分众与聚众的资本征战决定市场格局

随着电讯科技和传媒产业的发展，视频广告开始由室内走向室外，出现了楼宇视频广告：就是把 3 公分厚的楼宇液晶电视挂到高档写字楼里，然后向厂家收取广告费用。据说，楼宇液晶电视的创始者是一家加拿大公司。1995 年，这家公司在北美和加拿大成功地创立了高档场所液晶显示媒体。今天，该公司的业务覆盖了北美 1100 个商务楼宇，拥有 130 万收视人群，并且与很多知名企业建立了长期合作关系。这一新形式广告的特点在于它针对的是写字楼中受教育程度较高的高收入者，而且具有“强制”效应，收看者不能转台。由于其到达率高、成本低（其千人成本仅为普通大众传媒的 10%左右），因此，被很多业内人士称为继电视、电台、报纸、互联网之后的“第五媒体”。

2002 年楼宇视频广告进入了中国市场，2003 年 5 月，分众传媒在上海正式成立，专门从事楼宇视频广告业务，同年，聚众传媒在北京成立，从事相同的业务。成立伊始，两家公司一个主打北方市场，一个扩展南部市场，双方井水不犯河水，相安无事。但是，楼宇视频广告是一个进入门槛较低的行业，没有复杂的技术，没有大规模的生产线，竞争的唯一焦点集中在圈地上——楼宇广告商通过说服物业管理者允许自家的液晶电视挂进写字楼，然后，再拿着写字楼的播放权向厂商收取广告费，显然，谁进入的楼宇最多，谁的广告普及面就最广，收取的广告费自然也就最高了——据预测，未来 5 年内，中国整个广告市场的营业额可达 1000-1500 亿元，其中，楼宇（办公场所）广告的市场空间将达到 300-400 亿元。为了进入更多写字楼，分众和聚众都加速圈地，但一个地区的写字楼数量是有限的，随着圈地战的日益激烈，双方都开始跨区域扩张，并逐步进入对方的势力范围，市场空间日渐重合。

市场战愈演愈烈的背后是更加激烈的资本大战，从某种意义上讲，在楼宇视频广告行业的竞争初期，资本是唯一的竞争门槛——为了圈得更多的地，经营者必须先把尽可能多的液晶电视安装到写字楼等楼宇内，但屏幕进大楼，物业公司是不会掏一分钱的，楼宇视频媒体必须先为这些显示屏埋单——2003 年每台显示屏的成本大约是 8000 元，一万个显示屏就是 8000 万元——圈地过程中的大量资本消耗，决定了在楼宇视频媒体这个行业内，谁的“金融炮弹”更足，谁就能取得更大的市场份额，进而吸引更多金融投资人的关注，获得更大的资金支持，攫取更广泛的市场空间，从而逐步拉大与竞争对手的差距，巩固自身领先优势，将竞争对手彻底挤出投资人的视线（图 1）。

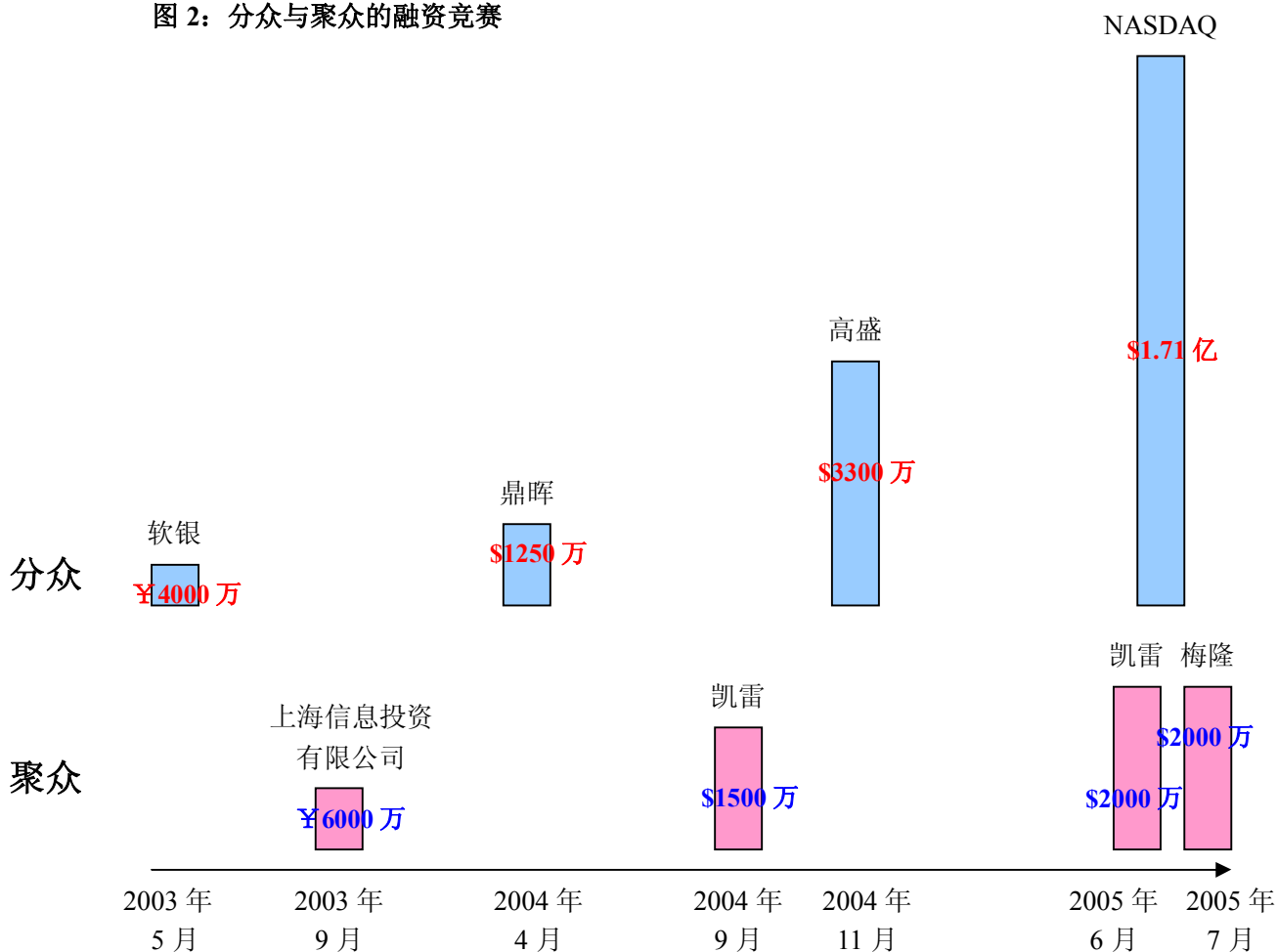
图 1: 楼宇视频媒体扩张线路



事实上，楼宇视频广告行业内资本的聚集速度远远超过了人们的想象，投资规模迅速从千万级上升到亿万级：2003 年 5 月软银向分众注资 4000 万元，2003 年底上海信息投资有限公司向聚众注资 6000 万元，2004 年 4 月鼎晖携手国际风险投资公司向分众注资 1250 万美元，2004 年 9 月凯雷向聚众注资 1500 万美元，2004 年 11 月高盛向分众注资 3300 万美元，2005 年 6 月凯雷追加投资 2000 万美元（图 2）。

	软银		鼎晖		高盛		NASDAQ	
	2003 年 5 月	2003 年 12 月	2004 年 4 月	2004 年 9 月	2004 年 11 月	2005 年 6 月	2005 年 7 月	2005 年 7 月
分众	4000		10000		26400		137600	
聚众		6000		12000		16000		16000
		上海信息投资有限公司		凯雷		凯雷		梅隆

图 2：分众与聚众的融资竞赛



几轮投资竞赛下来，其他楼宇广告商们已被远远甩在了后面。

2005年7月，分众抢先在纳斯达克上市，在1.7亿美元募集资金的推动下，加速了扩张步伐，到2005年9月，分众商业楼宇联播网覆盖面已达到54个城市，共拥有35000个显示屏，而聚众的商业楼宇联播网覆盖43个城市，共拥有25000个显示屏。仅仅两个月后的2005年11月，分众已经拥有了写字楼市场70%的份额，优势明显。

聚众也发力追赶。2005年6月凯雷追加2000万美元投资，一个月后美国梅隆金融公司也向聚众注资2000万美元，这些金融资源给聚众上市添加了砝码。在私募基金的资金支持下，聚众相继收购了沈阳、武汉、长沙、福州、济南等二线城市的多家楼宇电视广告公司，占据了当地70%以上的市场。此外，为了与分众抗衡，聚众开始拓展市场外延，将以往以写字楼为主的战场延伸至公寓楼和便利店，凭借在公寓、便利店市场上的有利地位，聚众在总市场份额上与分众不相上下——据AC尼尔森的调查显示，到2005年6月，全国范围内聚众传媒的楼宇占有率为46.7%，分众传媒的占有率为48.9%，双寡头之间的竞争进入了决战时刻，而随着主战场写字楼市场的日趋饱和，竞争的模式开始由区域扩张转向细分市场的延伸，公寓楼成为竞争的关键。

汉能推动框架整合细分市场

也就在这一时期，楼宇广告的一个市场缝隙，电梯平面媒体开始进入人们视线，所谓电梯平面媒体，其实就是将广告海报贴到公寓楼的电梯里去，相比于楼宇视频媒体，电梯平

面媒体的进入门槛更低，毕竟海报相比于液晶电视，成本要低得多，经营者所拥有的唯一资源就是楼宇电梯内的海报粘贴权。低进入门槛导致电梯平面媒体行业的集中度一直不高，任何单一一家企业的市场影响力都有限，最大的一家“框架媒介”2004年的利润也不过800万元，市场份额仅10%，根本无法与已经羽翼丰满、有着几亿美元资金支持的分众、聚众抗衡。就在这种情况下，2004年11月，汉能集团和IDG以1500万元收购了框架媒介43%的股权，并把汉能内部最善于媒体整合的谭智派到框架做CEO。表面上看，汉能和IDG的这一投资并不明智，违背了私募股权基金通常只投行业一、二名的传统。

然而注意到，2004年底前后，分众、聚众已开始对楼宇视频广告的延伸市场虎视眈眈，竞争失败或者被收购似乎成为电梯平面媒体必然的命运。作为行业老三的框架媒介被这二者“收编”的可能性非常大，这可能也是汉能和IDG看到的风险底线和盈利底线。

事实上，2005年1月，一直坚持自己“只聚焦写字楼市场”、认为“公寓楼价值仅为写字楼1/6”的分众，却向聚众的新市场——公寓楼发起了进攻，暗中接触框架媒介，提出以6500万元、5倍于预期利润的价格整体收购框架媒介。5倍的前向市盈率，这是国际上私人股权投资通常的报价水平。据悉，对于这个价格，框架是有意接受的。而汉能和IDG入主时，框架媒介的估值是4倍市盈率，共约3200万元。如果这次收购达成，汉能和IDG将完成一个仅花费3个月时间投资收益就超过100%的投资案例，这对私募股权基金和VC来说无疑也是一次“完美投资”。

但由于此时分众忙于海外上市，又嫌框架规模太小，整体收购的谈判被搁置下来。分众只将框架的液晶屏广告业务以1700万元的价格买走了。不过，让分众万万没有想到的是，正是自己付给框架的这1700万元成为其整合同业企业的重要资金支持。

“投降”不成的框架媒介开始另谋出路。2005年4月在汉能和IDG的策划支持下，公司用私募基金当初投入的1500万元和把液晶屏广告业务卖给分众后获得的1700万元，开始了在全国各主要城市收编电梯平面媒体公司的行动。按照谭智的整合计划，框架媒介首先整合北京、上海、广州的6家同业企业。而且依据其整合时间表，2005年6月末将结束行业整合，10月公司再次融资，2006年6月份在纳斯达克上市。

在整合过程中，谭智不断给合作方不断地阐明行业整合理念，分析行业的现状、行业整合后的公司价值的提升。在谭智看来，整合有两个利益点：第一点，整合后的保守收益是毋庸置疑的，收益来源于统一市场、统一价格，加入框架媒介后的红利收入会远远高于单独打拼的利润。第二点，整合后或有收益的可能性大，具有股权增值和IPO的潜力。

再加上各家电梯平面媒体的规模都比较小，也都感受到了分众、聚众的强大竞争压力，因此，收购进行得比较顺利，仅用了5个月的时间就并购重组了原框架媒介、朗媒传播、信诚四海、领先传媒、拓佳媒体、阳光加信、圣火传媒、力矩传媒、星火传媒9家新媒体公司。框架媒介整合八家公司的成本共计为“人民币5000万元现金+30%框架媒介股权”，而且实际上，框架媒介需要立即支付的只是一部分现金。

这几家公司如果被分众或聚众各个击破的话，其卖价也就在5倍市盈率左右，但它们联合起来却不容小视了。有关资料显示，完成整合的2005年，框架媒介的营业收入超过1亿元。而且由于整合消除了同行间的恶性竞争，行业环境变得比较清晰。整合前，框架媒介的广告收费为400元/板，最低时收费仅为180元/板；而整合后，框架媒介的广告收费提高到600元/板。行业整合还使框架媒介拥有的广告板迅速增加到8万块，其中框架媒介原有广告板为1.9万块，整合产生的广告板为6万块。而且统一的市场、统一的价格带来了利润的增长，销售率增至70%，利润率增至40%。

2005年7月，谭智对公司进行了第三次估值。当时，预计2005年框架媒介的净利润将达到4000万元，以5倍市盈率估算，公司的价值为2亿元。

更重要的是，重组后的新框架媒介占据了全国90%的电梯平面媒体资源，成为决定分

众和聚众对决最终胜负的最重要的“砝码”——如果框架投向分众，则聚众在公寓楼市场上也将被分众击败、从而彻底失去了与分众抗衡的能力；反之，如果框架投向聚众，则聚众实力将会大大增强，形成与分众分庭抗礼、甚至略胜一筹之势，其上市道路也将大大缩短，分众与聚众的对决将进入“加时赛”阶段。

2005年10月，上市归来、意气风发的分众想再收拾电梯平面媒体市场时却发现，短短几个月的时间，它想购买的企业都已进到了框架旗下。无奈之下，分众再次找到框架，但此时的框架已不可同日而语，新框架媒介的净利润已从几个月以前的1000多万元上升到1000多万元美元，而提出的报价也高达11倍市盈率，估值翻了一倍多，并强调如果分众不接受，就自己上市或转投聚众。

在反复权衡利弊得失后，2005年10月，分众和框架最终达成协议：分众传媒以3960万美元现金以及价值5540万美元的普通股，收购框架媒介的全部股份；另外，如果框架媒介2006年的业绩达到一定标准，分众传媒还将再支付价值8800万美元的普通股。最终，框架媒介拿到了这8800万美元的对价。也就是说，分众以1.83亿美元的高价买下了整个新框架媒介，控制了楼宇内外市场的大半江山，并成功地在聚众的后院烧了一把“火”——聚众一直将公寓楼的视频广告作为对抗分众的有力市场，但现在的情况是：人们将在电梯口看到聚众的视频广告，然而，进入电梯后看到的就是分众的平面广告，这无疑会大大影响聚众广告商的选择。

竞争的天平已倒向分众一侧，2006年一季度，分众传媒的营业收入达到3300万美元，同比增长246%，净利润940万美元，较去年同期增长257%，而这其中，框架媒介为分众带来了610万美元的营收，占总收入的18%，仅次于分众主业商业楼宇联播网，毛利率高达60.5%。

2006年1月，竞争劣势日益明显的聚众终于决定“投降”了，双方约定分众以价值2.31亿美元的股票和9400万美元的现金、总价3.25亿美元认购聚众全部股权。合并后新公司联播网覆盖率为75个大中城市，并拥有60000个显示屏，成为市场绝对的领导者。而在这一行业整合过程中受益的不仅是分众，溢价出售的框架媒介也实现了自身的价值空间，实际上，由于分众支付给框架媒介的买价中，只有4000万美元是现金，其余1.43亿美元都是分众的股票，而这些股票的价格在一年后就翻了两倍，照此计算，框架媒介的实际售价达到30亿元，而汉能集团最初的1000万元投资也翻了20倍。正如框架老总谭智所说的：框架可以被分众并购是他人生的第二个大满贯。

今天，分众已坐稳了楼宇广告市场的头把交椅，但像楼宇广告这种资本密集型的新媒体行业还有很多，在这类行业中，私人股权资本的加入和境内外上市融资加速了行业分化，传统行业里的二八原则(20%的领先企业控制了80%的市场份额)在新媒体行业演化为二·九十八原则，即2%的企业、甚至是前两名的企业，控制了98%的市场，而第三名和第三名以后的企业都将被淘汰出局。面临这样的竞争困局，第三名的企业该如何实现自己的价值？

资本密集的寡头垄断行业老三可复制“框架模式”

(提要) 框架媒介的故事给了行业老三们一些启示：在“两虎相争”的过程中，老三以下的企业如同“兔子”，似乎只有等待被“老虎”分而食之的命运，但实际上，“两虎相争”，“兔子”的生存空间在于联合，以私募股权资本为纽带的并购整合将多只“兔子”捆绑在一起销售，这时“兔群”的价值就大幅上升，因为一只“老虎”得到了“兔群”就意味着另一只“老虎”将因为没有“兔子”可捕而被迫投降。“汉能+框架媒介”的做法不仅可以应用于新媒体行业，对于其他资本密集的寡头垄断行业也具有同样的可操作性。

夹在蒙牛、伊利中间的那些“牛”们

今天的乳品行业很像“昨天”的楼宇广告行业。2006年蒙牛销售额162.5亿元，伊利销售额163.6亿元，两者不相上下，但却将其他乳品企业远远甩在了后面，即使是排名第三的光明乳业，其销售额也只有73.2亿元，而三元乳业的销售额更是仅为10亿元。

未来随着乳品行业竞争的日益激烈，以营销费用构筑的品牌门槛将越来越高，而在这场营销大战中，全国性乳业公司在广告效应和营销费用的摊销上都具有天然优势。蒙牛借神五上天火了一把后，又通过赞助超级女声，让“蒙牛酸酸乳”几乎家喻户晓；而伊利也毫不示弱，在奥运赞助商的争夺战中技压蒙牛，并签下郭晶晶、刘翔做代言，2006年伊利的销售费用达到34亿元，蒙牛在调整境内外会计准则差异后，销售费用也在30亿元以上，剔除运输费用支出后仍在20亿元以上。2006年打响品牌保卫战的三元，营销费用支出不到1.5亿元，无法与伊利、蒙牛相提并论。

而光明乳业在选择了保鲜奶为主打品牌后，其区域高端市场的地位得到巩固，但却限制了公司的跨区域发展。因为保鲜奶的跨区域扩张中，奶源和冷链管理等配套基地设施必须跟上，这不仅减慢了公司扩张的步伐，而且郑州回奶事件的发生也体现了这种配套复制过程中的管理难度。在郑州事件后，光明减慢了在全国扩张的步伐，退守上海及周遍市场，但作为一家区域性的乳品企业，在与全国性乳品企业的营销竞赛中，规模不经济的特征开始显现：2006年光明乳业的销售费用支出为18.6亿元，占总销售额的25.4%，而伊利、蒙牛（国内会计准则调整后）的销售费用与总销售额之比均在20%左右，比光明低5个百分点，光明乳业的管理费用支出为2.83亿元，占总销售额的3.87%，而伊利的管理费用与总销售额之比为3.16%，蒙牛更低，仅为2.59%。而这几个百分点的差异在竞争白热化阶段将决定着企业的生死存亡。

如果说光明乳业还可以凭借地方性优势支撑一段时间的话，那么，面对全国性乳品公司的大举进攻，许多地方性乳品企业只有选择投降了。2006年1月，蒙牛与湖北最大乳品企业武汉友芝友合资，而伊利则意欲牵手内蒙牛妈妈，并与福建长富乳业合作，两家的并购动作都不小，甚至在伊利出现高管危机期间市场一度传闻蒙牛将趁机并购伊利。但我们认为，在两大乳业集团发生“火拼”之前，更有可能的是先各自“收拾”地方性乳品企业以壮大自身规模。

面对两大乳业巨头来势凶猛的挑战，三元、三鹿、完达山、新希望等地方性乳品企业该如何最大化自身价值？与其等待各个击破，借助资本力量的先行整合也许是更好的出路，尤其是两大巨头有效运输半径以外的南方市场，整合后的溢价空间更大。

大中，是美乐？还是苏宁？

在苏宁、国美、永乐先后上市后，家电连锁行业的老四大中几乎已被宣判了上市的“死刑”——在家电连锁进入“烧钱”开店的资本竞争时代，被堵住了融资通道的大中似乎已没有了回旋的空间。

但风云骤变，永乐在大摩对赌协议的驱使下投入国美怀抱（以下简称“美乐”），这就使大中由第四名上升至第三名，表面看，大中还是那个大中，但作为第三名的大中已被推上了美乐与苏宁竞争的风口浪尖，成为决定双方势力对比的关键“砝码”。

今天的大中就像它的前任第三永乐一样，有着第三名的关键价值。但问题是单打独斗的大中，最终的结局可能比永乐还惨，毕竟，当初永乐的规模比今天的大中大，而且永乐还有大摩的资金支持和上市融资的通道，今天的大中已经被国美、苏宁围堵在北京市场里“打”了，要想提升自己的价值，尽早借助资本力量，实现股权联合，是大中和大中们的唯一出路。

地方性商业银行，股权合并突破区域局限

地方性商业银行，并不是严格意义上的第三名，但是它们通常在当地市场上处于第三名的困境，即使它们拥有更多网点，即使它们对本地企业更了解，但在日益市场化的环境下，仍然面临逐步失去市场份额的威胁。四大国有商业银行的网点挤压、外资银行的国际化服务、全国性股份制银行的创新业务，这些都对传统地方性商业银行产生了巨大的挤压。尤其是在经济发达地区，跨区域甚至跨国界的金融服务，对于企业和个人来说都有着难以抗拒的吸引力，毕竟出口型经济是支撑中国民营经济的主力。

那么，上市能够解决地区性银行的问题吗？宁波银行和南京银行即将上市，这是中国金融业进一步规范化的象征，但我们认为，上市本身并不能解决地方性商业银行固有的问题，相反，上市后银行将不得不直面成长性不足的困扰——即使是经济再发达的地区，区域经济的局限性也限制了银行的进一步成长；此外，资产组合过于集中在某几个行业或某一地区的潜在风险，也将使上市地方性银行面临估值高波动的压力。如何化解这种估值的负面因素？

借上市契机的并购整合、实现地区性商业银行间的股权联合，这不仅是存款总额和贷款客户的简单相加，它更是一种商业模式，创造了地区性商业银行的扩展空间——一种地区性银行的连锁模式。相比于全国性银行对地区性银行的收编，地区性银行间的并购更有可能保留单个银行适应本土化需求的业务灵活性，同时，又从总体上分散了单一地区性银行的行业和区域风险，从而可以使得联合体获得资本市场的更高估值——而在新金融时代，这种高估值又为银行创造了新的并购工具。

中国的钢铁业，国际钢铁业的那只“兔子”

最后，如果我们放眼国际市场的话，那么，今天，中国的宝钢就好像是世界钢铁市场上的“大中”或者“框架”——原来还能在米塔尔和阿塞洛的夹缝中搏击一下，但现在，世界第一大的钢铁集团米塔尔收购了世界第二大钢铁巨人阿塞洛，新公司的产量是新日铁的三倍，是宝钢的五倍以上，失去了话语权的宝钢怎么办？

幸好，我们还有庞大的中国钢铁市场，这个空间已经足够诞生一家与米塔尔抗衡的国际钢铁巨人了。只是，不知这一整合何时能够进行？如果晚了，“兔子”可能就已经被各个击破了。

（作者为贝塔策略工作室合伙人，江南证券特约研究员）