

## 浙能电力以换股吸收合并 方式合并东南发电

**案例简介:**浙能电力以换股吸收合并方式合并东南发电是资本市场具有重大创新意义的案例,不仅有利于浙能电力整合资源,发挥协同效应,也解决了浙能电力和上市公司东南发电潜在的同业竞争问题。更重要的是,这一案例以全新方式解决了东南发电B股的历史遗留问题,为其他B股公司解决这一问题提供了新的思路。

### 一、交易背景及目的

#### (一)浙能电力换股吸收合并东南发电的动因

##### 1. 实现浙能集团电力主业资产整体上市

东南发电主要从事发电业务,系浙能电力控股子公司。浙能电力整合了浙能集团下属燃煤发电、天然气发电、核电等电力主业资产,本次换股吸收合并东南发电,有利于浙能电力降低管理成本、提高经营效率,实现浙能集团电力主业资产整体上市,达到国有资产保值增值目的。

##### 2. 搭建境内资本运作平台,拓宽融资渠道

浙能电力换股吸收合并东南发电,有利于浙能

电力进一步拓宽融资渠道、为浙江省国有企业在资本市场上树立良好的品牌效应,同时也使广大投资者能分享浙能电力的经营成果。本次合并完成后,浙能电力将拥有境内资本市场运作平台,成为全国最大的国有控股能源类上市公司之一,为未来更快更好发展打下良好基础。

## (二) 东南发电同意被吸收合并的动因

### 1. 解决 B 股的历史遗留问题

由于历史原因,中国 B 股市场自 1992 年建立以来,走过了 20 年艰难曲折的道路。目前 B 股市场多数投资者来自国内个人投资者,交易清淡、股价长期低于每股净资产,已经多年没有新股上市,也没有增发,早已失去了融资功能,成为中国资本市场上亟待解决的一大难题。浙能电力拟以换股吸收合并东南发电的方式解决东南发电 B 股的历史遗留问题,同时拟向东南发电股东提供现金选择权和较高溢价比例的换股价格,有利于东南发电股东的利益。

### 2. 避免潜在的同业竞争,消除关联交易

东南发电主营发电业务,与浙能电力之间存在潜在的同业竞争。本次浙能电力换股吸收合并东南发电完成后,东南发电的业务将全部纳入浙能电力,浙能电力作为存续公司承继及承接东南发电的全部职工、资产、负债、业务、合同及其他一切权利与义务,将彻底避免东南发电与浙能电力之间的潜在同业竞争问题,东南发电与浙能电力之间的关联交易亦将不复存在。

## 二、交易双方的基本情况

### (一) 吸并方:浙江浙能电力股份有限公司

浙能电力产品以电力产品为主,辅以热力供应以及核电投资。根据《国民经济行业分类代码》(GB/T4754-2011)的分类,浙能电力属于——“D 电力、燃气及水的生产和供应业”。从产业链角度区分,电力行业又可以分为电力生产、电力供应,浙能电力业务属于电力生产行业。截至 2012 年 12 月 31 日,浙能电力共控股 13 家火力发电电厂,控股装机容量 1934 万千瓦;合营、参股 12 家电厂,合计权益装机容量

643.76万千瓦,其中,浙能电力受托管理2家发电公司。按照控股装机容量计,浙能电力是全国排名前十的火力发电企业(以2011年12月31日控股装机容量计),是全国省级发电企业中的领先企业,浙江省最大的电力生产企业。

浙能电力自设立以来,一直从事电力产品的生产和销售业务。报告期内,浙能电力2010年、2011年和2012年主营业务收入占营业收入的比例分别为94.05%、91.62%和88.76%,均在85%以上,浙能电力主营业务未发生重大变化。其基本财务数据如下:

表1 浙能电力的主要财务数据

单位:亿元

	2011年	2012年	2013年
营业收入	436.53	470.61	240.73
归属于母公司的净利润	21.84	34.97	29.36
总资产	755.17	813.78	855.92
归属于母公司的所有者权益	255.50	277.94	270.31
净资产收益率	8.55%	13.92%	10.49%
资产负债率	53.43%	51.49%	53.87%

## (二)浙江东南发电股份有限公司

东南发电的主营业务为电力的投资、开发及经营,以火力发电为主,辅以热力供应。根据《国民经济行业分类代码》(GB/T4754-2011)的分类,东南发电亦属于电力生产行业和浙能电力归属同一行业。截至2012年12月31日,东南发电下设萧山发电厂和台州发电厂,控股长兴发电,控股装机容量394.5万千瓦;参股嘉华发电、兰溪发电和浙江浙能北海水力发电有限公司,上述参股公司权益装机容量180.6万千瓦。

东南发电自1997年设立以来,一直从事电力产品的生产和销售业务。报告期内,东南发电2010年、2011年和2012年主营业务收入占营业收入的比例分别为98.86%、98.29%和98.84%,均在98%以上,东南发电主营业务突出且未发生变化。其基本财务数据如下:

表 2 东南发电主要财务数据

单位:亿元

	2013 年 6 月 30 日	2012 年 12 月 31 日	2011 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日
资产总计	157.54	162.09	147.91	151.66
归属母公司股东的权益	99.84	98.52	88.28	91.17
营业总收入	37.04	82.12	86.14	77.81
归属母公司股东净利润	5.39	7.97	2.77	5.31
每股收益(元)	0.27	0.40	0.14	0.26
每股净资产(元)	4.97	4.90	4.39	4.54
资产负债率(%)	33.79	36.56	37.50	37.15

### 三、交易方案简述

浙能电力以换股吸收合并方式合并东南发电,实现浙能电力 A 股在上交所上市,浙能电力本次发行的 A 股全部用于换股吸收合并东南发电。本次换股吸收合并和浙能电力发行 A 股同时进行,互为前提。本次换股吸收合并不构成借壳上市,亦不安排配套融资。

本次换股吸收合并前,浙能电力合计持有东南发电 39.80% 的股份,为东南发电的控股股东。浙能电力向东南发电除浙能电力以外的全体股东发行 A 股用以交换该等股东持有的东南发电股份,以实现换股吸收合并东南发电。换股实施时换股股东的东南发电股份将按照换股比例强制转换为浙能电力本次发行的 A 股股份。浙能电力持有的东南发电股份不参与本次换股,也不行使现金选择权,并将于本次吸收合并后予以注销。本次合并完成以后,东南发电将退市并被注销法人资格。

### 四、交易亮点及难点

此项吸并方案中,由于 A、B 股账户登记及交易皆属不同通道系统,

方案中涉及的账户转换等一系列问题也属创新无先例事项,其作为解决 B 股问题的创新思路,相关问题的解决对其他 B 股公司具有很强的示范先例作用。

鉴于 B 股转 A 股事项并无先例可循,且涉及的部分事项没有明确规则对其进行规范,本文试图对其中涉及的相关创新问题进行剖析。

### (一) 发行价格与换股价格

根据公告,本次换股吸收合并中,浙能电力 A 股发行价格为 5.53 元/股,东南发电换股价格为 0.779 美元/股,在定价基准日前 20 个交易日的均价 0.552 美元/股基础上溢价 41.12% 确定,折合人民币 4.90 元/股。本次换股吸收合并的换股比例为 0.886,即换股股东所持有的每 1 股东南发电股票可以换取 0.886 股浙能电力 A 股股票。

发行价格与换股价格的确定是整个方案最受关注的问题之一,直接关系到原东电 B 股股东可以换取的浙能电力 A 股股票数量。笔者认为有以下两个方面值得关注:

其一,换股价格溢价。东南发电换股价格为 0.779 美元/股,在定价基准日前二十个交易日的均价 0.552 美元/股基础上溢价 41.12% 确定。东电 B 股原第二大股东为中国华能集团公司,持股比例为 25.57%。此次吸收合并方案中换股价格溢价率的确定需考虑到中小股东及国资利益的保护,同时兼顾 B 股市场价格可能不能完全反映公司估值水平的现状。参考此前被吸收合并上市实现私有化退市的溢价率的先例,41.12% 的比例未低于平均水平。另外,东电 B 股 2012 年每股净资产为 4.90 元,与溢价后的换股价格 4.90 元/股吻合。2013 年 5 月 9 日,本次换股吸收合并方案经国务院国资委出具批复批准同意。

其二,发行价格的确定。根据公告,吸并方浙能电力的发行价格,综合考虑了公司市场地位、资产质量、盈利能力、竞争优势、管理水平等多方面因素,并参考可比公司估值水平而确定。但在方案进行过程中,发行价格受到较多投资者质疑,此后浙能电力调低发行价格,确定发行价为 5.53 元/股,比预案中公布的 5.71 ~ 6.63 元/股的预计发行价格区间的平均值下降 10.37%,以进一步为东电 B 原股东留出盈利空间。在此类换股吸收合并方案中,发行价格的确定既不同于一般重大资产重组或发行股份购买资产,发行方为拟上市公司;也不同于一般 IPO,其缺少询

价环节。因此,发行价格的确定较容易受到市场的质疑和中小股东的反对,需充分考虑被吸收合并方原股东的利益。

## (二) 现金选择权

根据公告,本次换股吸收合并将由浙能集团、中金公司担任现金选择权提供方,向东南发电目标股东提供现金选择权。在现金选择权股权登记日,在中证登上海分公司登记在册的东南发电现金选择权目标股东,可以其所持有的东南发电股票,按照 0.580 美元/股的价格全部或部分申报,行使现金选择权。

根据《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第六号 上市公司现金选择权业务指引(试行)》第 5 条的规定,上市公司被其他公司通过换股方式吸收合并的,应当给予其流通股股东现金选择权。本次吸收合并方案提供现金选择权符合上述备忘录规定,但由于涉及未上市的 A 股公司换股吸收合并 B 股上市公司,关于现金选择权特殊性主要在于以下两点:

### 1. 现金选择权提供方

本次方案中,现金选择权提供方由浙能集团、中金公司提供。在此涉及两个问题:

其一,浙能集团、中金公司作为境内法人,能否开立 B 股账户。根据 1995 年《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》第 4 条规定,境内上市外资股投资人限于:(1)外国的自然人、法人和其他组织;(2)中国香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织;(3)定居在国外的中国公民;(4)国务院证券委员会规定的境内上市外资股其他投资人。其后,《关于境内居民个人投资境内上市外资股若干问题的通知》规定境内居民个人从事 B 股交易,但并未允许境内法人开立 B 股账户。公司法律意见书认为,浙能电力和中金公司开设临时人民币特种股票账户(以下简称“临时 B 股账户”),仅用于临时存放自现金选择权实施日至换股完成之日期间,其因东南发电流通股股东行使现金选择权而受让的东南发电 B 股股票,而不用于二级市场交易,据此,其认为开设临时 B 股账户不存在法律障碍。

其二,股票上市条件的约束。本所《股票上市规则》第 5.1.1 条规定,公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上;公司股本总额超过

4 亿元的,公开发行股份 10%。本次换股吸收合并由浙能集团和中金公司共同担任现金选择权提供方,即是考虑在完全行使现金选择权的情况下保证浙能电力公开发行股份的比例为 10% 以上。

## 2. 现金选择权溢价

关于现金选择权,中国证监会《重组办法》中并无规定,目前仅有本所《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第六号 上市公司现金选择权业务指引(试行)》,而对于现金选择权定价、现金选择权的范围等事项也无明确规定。本方案中,现金选择权价格为 0.580 美元/股,申报行使现金选择权的股东将以 0.580 美元/股的行权价格获得现金对价,在定价基准日前二十个交易日的均价 0.552 美元/股基础上存在溢价,但远低于现金选择权实施公告披露前东南发电 B 股股票的收盘价 0.897 美元/股。

### (三) 账户转换

本次吸并方案的重要环节是将东电 B 股退市股东登记在 B 股证券账户名下的股票,按照换股比例转换成相应数量的浙能电力股票,登记至沪市 A 股证券账户。由于 A、B 股账户登记及交易问题皆属不同通道系统,账户转换、股份登记、交易、结算等问题,与此前 A 股市场发生的换股吸收合并案例有着显著的区别。

持有东电 B 股的投资者可以区分为以下三种类型,具体类型如表 3 所示:

表 3 持有东电 B 股的投资者类型

投资者类型	账户类型	分类标准
境内个人投资者	C1 账户	以境内个人身份证开户的境内 B 股投资者(指定结算在境内证券公司)
境外个人投资者	C90 账户	以个人护照或其他有效、合法的境外身份证明文件进行开户的境外个人投资者(可指定结算在境内外证券公司、境外托管银行)
境外机构投资者	C99 账户	以有效、合法境外身份证明文件进行开户的境外机构投资者(可指定结算在境内外证券公司、境外托管银行)

根据报告书,在规定的时间内完成 A 股证券账户和 B 股证券账户

关联的境内个人 B 股投资者因浙能电力换股吸收合并东南发电而持有的浙能电力 A 股将转入其 A 股普通证券账户进行后续出售, 剩余境内个人 B 股投资者及所有境外个人 B 股投资者、境外机构 B 股投资者通过 A 股特殊证券账户出售浙能电力 A 股。归纳起来, 关于账户转换的特殊问题主要有以下两点:

### 1. 账户关联

关于境内个人投资者持有的 C1 账户, 由于境内个人投资者已经开立或者可以开立普通 A 股账户, 因此对于这部分投资者, 采取账户关联的方式, 即对有指定结算的 C1 账户投资者, 进行 C1 账户投资者 A、B 股证券账户关联关系申报, 根据投资者东南发电 B 股持股情况, 所换得浙能电力 A 股股票将初始登记至该 A 股证券账户下。

此种处理方式的好处在于: 一是原东电 B 股股东换得的浙能电力 A 股股票通过其普通 A 股账户可以买卖, 投资者除账户转换外无须增加其他操作, 极大地方便了投资者; 二是 C1 账户投资者 A、B 股证券账户关联关系建立后, 便于未来 B 股转 A 股公司账户处理, 从而为整个 B 股市场问题的解决提供了技术便利。

### 2. 未关联账户处理

对于未建立 A、B 股证券账户关联关系的 C1 账户及所有 C90 及 C99 账户投资者, 由中国结算上海分公司统一根据投资者 B 股证券账户信息配发特殊 A 股证券账户。特殊 A 股证券账户由投资者原 B 股证券账户映射而成, 为限制性账户, 只能卖出, 不能买入。

在本方案中, 特殊 A 股账户是至关重要的制度创新和突破, 既有效处理了现行规则框架下持有 C90 和 C99 账户的境外投资者无法持有 A 股的问题, 又妥善确保了 B 股休眠账户的权利。笔者认为, 特殊 A 股证券账户为解决 B 股问题而作的特殊安排, 目的和用途都是限定的, 与上文现金选择权提供方开立的临时 B 股账户一样, 实为解决 B 股特殊问题的过渡方式, 且从目前市场和规则现状来看, 无更好的解决途径, 也不因此损害中小股东利益, 由此在特定历史问题的解决过程中, 在不侵犯中小股东和上市公司利益的情况下, 暂时性的制度突破实属无奈, 也不宜完全禁止。

#### (四) 换汇安排

B 股原先是以美元进行交易、清算的,转换为 A 股后将以人民币进行交易、清算。原 C90 和 C99 账户虽然通过特殊 A 股账户解决了股份转登记事宜,由于此类投资者无法在境内银行开立人民币账户,其后续卖出 A 股后是否还可以换成美元也是方案成功的一个关键考量因素。

对此,浙能电力通过差异化的安排解决了上述难题,即对于浙能电力转入其普通 A 股证券账户的 C1 账户投资者,其浙能电力 A 股买卖操作与一般 A 股交易完全相同,以人民币进行结算。对于剩余配发特殊 A 股证券账户的 C1 账户投资者,其通过特殊 A 股证券账户卖出浙能电力 A 股,参照一般 A 股操作,以人民币进行结算。对于 C90 及 C99 账户投资者,其通过特殊 A 股证券账户卖出浙能电力 A 股,参照原 B 股操作方式,所获人民币资金由各证券公司通过银行代为购汇成美元后进行结算,投资者可参照原 B 股取款流程取出美元。

经公司与国家外管局、浙江省外管局以工商银行浙江分行的多次讨论和沟通,最终确定采用由工商银行总行协调统一操作,即各证券公司可至当地指定的工商银行进行办理账户开立以及后续换汇操作;此外还就后续境外投资者出售浙能电力 A 股的购汇额度等问题进行了明确,确定采用全额换汇的安排。据了解,截至 2014 年 6 月底,前述 C90 及 C99 账户投资者通过特殊 A 股账户卖出浙能电力 A 股后,累计约换汇 2 亿美元,换汇工作平稳开展,没有给这些投资者造成障碍。

### 五、案例点评

目前,浙能电力吸收合并东电 B 股并实现 A 股上市方案已实施完毕,作为首例 B 股转 A 股的创新案例,回顾全程,有以下四个启示:

#### (一) 解决 B 股历史问题的全新路径

自 2013 年以来,市场上展开对 B 股未来走向的广泛讨论,提出:(1)B 股公司自愿退市,并在符合重新上市条件时申请在 A 股市场重新上市或者发行 H 股上市;(2)B 股转 A 股或 B 股转 H 股;(3)吸收合并 B 股;(4)全面要约收购 B 股;(5)回购 B 股等多种路径。市场上也涌现

出中集 B 股转换上市地以介绍方式在香港联交所主板上市及挂牌交易,以及 Celsius Property B. V. 要约收购沙隆达 B 股、上柴股份回购 B 股等创新案例。

此次浙能电力首次公开发行 A 股股票及换股吸收合并东电 B 股案例为解决 B 股历史问题的全新路径,制度创新主要体现在以下几点:其一,其作为首家 B 股转 A 股上市案例,其为解决 B 股市场问题提供了新的思路,相关方案和技术处理为 B 股市场类似问题的处理提供了有用的先例和技术上的便利。其二,其作为吸收合并方式的创新运用,与广州药业跨市场吸收合并白云山案例类似,大大扩展了运用吸收合并方式进行重大资产重组的领域和范围,有利于更好地发挥利用资本市场进行并购重组的优势。其三,此方案一方面反映出市场在某些特定情形下的创新需求;另一方面也为市场和监管部门对于如何防止公司利用创新方式损害上市公司或中小股东利益提出了新的问题。

## (二)非上市公司吸收合并上市公司模式的新发展

公司的本次创新是建立在此前非上市公司吸收合并上市公司审核模式创新的基础之上的。

2011 年以前,非上市公司吸收合并上市公司被视为非上市公司首发上市、吸收合并上市公司两个相对独立的法律行为,故审核中由发行部和上市部分别初审,并经发审委和重组委分别审核通过。2011 年广汽集团吸收合并广汽长丰(600991)一案中,经反复讨论斟酌,最终确定该类交易中非上市公司首发上市与吸收合并上市公司是一个行为的两个方面,非上市公司发行股份的目的是吸收合并上市公司;且该公开发行虽然发行对象超过 200 人,但与 IPO 不同,其属于向特定对象(上市公司现有股东)发行股份的换股吸并行为,按照“一站式”审核的原则,广汽集团吸收合并广汽长丰最终确定的审核方案为,上市部主审,同时会签发行部。

继广汽长丰之后,美的集团吸收合并美的电器(000527)。该项目与广汽长丰的差异主要在于发行价格的确定。广汽集团为 H 股上市公司,有公开市场价格,因此该吸收合并发行价格及换股价格确定相对较为简单。而美的集团为非公众公司,没有公开市场价格,因此发行价格的确定就成为非上市公司吸收合并上市公司中又一需研究的问题。最

终美的集团结合同行业可比公司情况等,按照市盈率 10.08 倍(按每股发行价格除以美的集团 2013 年度预测发行前的每股收益计算)确定发行价格。

浙能集团吸收合并东电 B(900949)在前述方案的基础上,再次实现了重大突破,实现了非上市公司发行 A 股换取 B 股,吸收合并 B 股公司。其后申银万国吸收合并宏源证券(000562),由母子公司之间的吸收合并转为兄弟公司之间的吸收合并。再其后,招商蛇口发行 A 股吸收合并招商地产(000024)和招商 B(200024),进行了配套融资。

### (三) 吸收合并的配套融资问题

该方案在吸收合并的同时,并未进行配套融资。其后 2015 年的招商蛇口吸并招商地产方案中,首次出现非上市公司吸收合并上市公司的配套融资。根据 2011 年修订的《重组办法》,上市公司发行股份购买资产的,可以同时募集部分配套资金。配募的发行价格按照《上市公司证券发行管理办法》中上市公司非公开发行的定价方式(以定价基准日前 20 个交易日的九折为底价锁价或询价)进行。该规定并未明确非上市公司吸收合并上市公司的方案中,能否募集配套资金。如可以,如何确定发行规模及发行价格。招商蛇口吸并招商地产方案中,招商蛇口的发行价最终确定为 23.6 元/股,招商地产 A 的换股价格最终确定为 37.28 元/股。同时配套募集资金的发行价格按照招商蛇口的发行价格确定为 23.6 元/股。

### (四) 市场博弈及中小股东利益保护

本次换股吸收合并方案中,发行价格、换股价格等一系列问题引起了相关方的研究和关注,股东大会也因此受到部分小股东的抗议。

由于吸收合并发行对象不受限制、相关资产过户便利等优势,日益成为行业重组的重要手段。从现行规则来看,《重组办法》等并未对吸收合并进行专门和详细规定。实践中,被吸收合并上市公司的换股价格一般在前 20 个交易日均价的基础上给予溢价,吸并方发行价格一般考虑公司市场地位、资产质量、盈利能力、竞争优势、管理水平等多方面因素,并参考可比公司估值水平而综合确定。

因此,换股吸收合并交易定价既不同于一般上市公司重大资产重组或发行股份购买资产,也不同于一般 IPO。且由于其方案往往涉及拟上

市公司、被吸收合并公司、大股东、中小股东、国资等各方主体利益,在定价的过程中,发行价格和换股价格的确定充满了市场博弈。关于吸收合并中的定价、现金选择权等一系列复杂的问题,将在其他案例点评中予以介绍。

面对此类创新案例反映出来的市场博弈和中小股东利益保护等问题,如何既做到还权于市场,又能进行必要的引导和规范,规则和市场的边界如何确定值得思考,主要有三点体会:其一,适度的引导和规范是必要的。在放松管制、加强监管的同时,对于可能大量出现的创新交易形式,建议制定相关基本规则,基础性的制度框架和操作模式,并明确分类表决、现金选择权等中小股东保护机制,既有利于避免上市公司利用创新模式损害上市公司、国资、股东、债权人等相关主体合法权益,又能有效降低交易各方谈判与交易成本,平衡各方诉求,减少市场质疑。其二,吸收合并分为上市公司吸收合并上市公司、上市公司吸收合并非上市公司、非上市公司吸收合并上市公司。前两项相对较为简单,现行规则体系基本能够覆盖流程中涉及的法律问题。但非上市公司吸收合并上市公司较为复杂,该类方案中,非上市公司的发行价格如何确定、《重组办法》及其配套规则中关于募集配套资金的相关规定如何适用等问题,是方案设计的关键,直接影响投资者权益,建议能够在相关规则或指引中予以明确。其三,充分的信息披露和提示是交易顺利进行的保证。在此案例中,除了股东大会网络投票、征集投票权等措施外,信息披露和相关提示的作用尤其重要。例如,现金选择权、股份转换等公告,利于原B股投资者知晓行使现金选择权、二级市场买卖、换股等多种处理方式的利弊,以作出准确的投资决策;再如,A、B证券账户转换过程中的操作指引及多个提示公告,利于不同类型、指定结算关系不同的投资者作出妥善的后续处理。由此,在重大创新事项进程中,强化信息披露义务的同时,自愿、充分的信息披露与提示是提高效率、保证交易顺利进行的重要保障。