

中国南车吸收合并中国北车:首例 两家 A + H 股上市公司换股合并

案例简介:本次合并是境内外资本市场上首例两家 A + H 股上市公司换股吸收合并,是国有企业改革的里程碑项目,发挥了重要示范作用。中国南车以换股方式吸收合并中国北车,即由中国南车向中国北车全体 A 股和 H 股换股股东分别发行中国南车 A 股和 H 股,并申请在上交所和港交所上市流通,中国北车的 A 股和 H 股股票予以注销。同时,赋予异议股东现金选择权。合并后,中国南车作为存续公司,更名为中国中车,并承继中国北车的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务,吸并后公司总股本高达 272.88 亿股,实际控制人仍为国务院国资委,原两公司的控股股东南车集团(及其下属企业)和北车集团(及其下属企业)分别持股 28.91% 和 27.01%。

一、交易背景和目的

自 2000 年以来,中国南车与中国北车分立经营,核心产品体系基本相同,各自拥有独立的研发体系、生产产能、供应链及销售渠道,经营实力相

当,在全球轨道交通装备制造行业中以营业收入排名位居前二,但海外市场份额与国外其他企业相差较远。随着国内轨道交通市场发展趋缓,市场需求不足,两家公司产能出现过剩。而与此同时,全球主要经济体和众多发展中国家铁路发展规划成熟落地,全球轨道交通市场快速成长,为轨道交通装备制造企业开拓海外市场提供了新的发展机遇。然而,由于长期以来两个公司主业相同,两公司存在着制造能力重复建设、技术研发重复投入等问题,而且在海外市场开拓过程中恶性竞争不断加剧,不利于中国轨道交通制造企业的长远发展。

为了推进央企改革与产业转型升级,进一步提升我国装备制造业的国际竞争力,并解决上述问题,相关部门决定将中国南车和中国北车合并,从而促进国家经济发展支柱产业——装备制造业的转型升级,助推中央政府“互联互通”、“一路一带”、“高端装备走出去”等战略目标的实施落地。

二、交易双方简介

(一)吸收合并方——中国南车

中国南车成立于2007年12月28日,是由中国南车集团公司联合北京铁工经贸公司(后更名为“中国南车集团投资管理公司”)共同设立的股份有限公司。2008年8月,中国南车实现A+H股上市,共有21家全资及控投一级子公司。

中国南车主要从事铁路机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆及重要零部件的研发、制造、修理、销售和租赁,以及轨道交通装备专有技术延伸产业等,主要客户为铁总、中国神华、中国石化、中国石油等大型工矿企业或港口及各大中城市的城轨交通运营商等,产品出口80多个国家和地区。

重组前,中国南车的股权结构如图1所示:

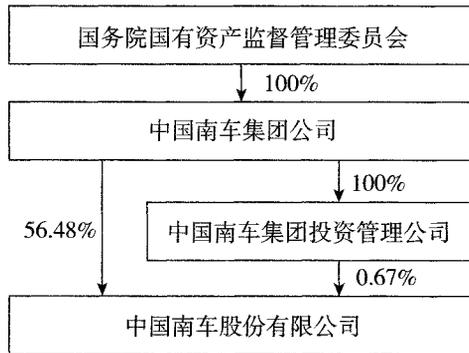


图1 中国南车股权结构图

2011~2013年,中国南车营业收入分别为807.10亿元、904.56亿元、978.86亿元,年复合增长率达6.64%;归属于母公司所有者的净利润分别为35.03亿元、40.09亿元、41.40亿元,年复合增长率达5.73%。2014年1~10月,营业收入为946.77亿元,归属于母公司所有者的净利润为45.45亿元。

(二) 被吸收合并方——中国北车

中国北车是由中国北方机车车辆工业集团公司联合大同前进投资有限责任公司(现已更名为北京北车投资有限责任公司)、中国诚通控股集团有限责任公司和中国华融资产管理公司,于2008年6月26日共同设立的股份有限公司,并于2009年12月29日在上海证券交易所上市,2014年5月实现H股上市,共有29家全资及控投一级子公司。

中国北车主要从事轨道交通装备(含动车组及城市轨道交通车辆)、工程机械、机电设备、环保设备、相关部件等产品的研发、制造、修理及技术服务、设备租赁等业务,主要客户为铁总、大秦铁路、中国神华、中国石油、大连北良等大型运输或工矿企业,以及各大中城市的城轨交通运输运营商等,产品出口80多个国家和地区,与中国南车相似度较高。

重组前,中国北车的股权结构如图2所示:

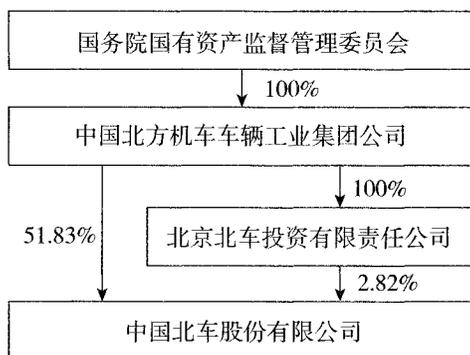


图 2 中国北车股权结构图

2011 ~ 2013 年,中国北车营业收入分别为 891.97 亿元、922.61 亿元、972.41 亿元,年复合增长率达 2.92%;归属于母公司所有者的净利润分别为 26.00 亿元、34.00 亿元、41.29 亿元,年复合增长率达 16.67%。2014 年 1 ~ 10 月,营业收入为 745.16 亿元,归属于母公司所有者的净利润为 44.56 亿元。

三、交易方案

(一) 吸收合并方案概述

此次中国南车吸收合并中国北车以换股方式进行,即由中国南车向中国北车全体 A 股和 H 股换股股东分别发行中国南车 A 股 111.38 亿股和 H 股 23.47 亿股,拟发行的 A 股和 H 股股票分别申请在上交所和港交所上市流通,中国北车的 A 股和 H 股股票予以注销。合并后,新公司中国中车同时承继及承接中国南车与中国北车的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务,总股本高达 272.88 亿股,实际控制人仍为国务院国资委,原两公司的控股股东南车集团(及其下属企业)和北车集团(及其下属企业)分别持股 28.91% 和 27.01%。

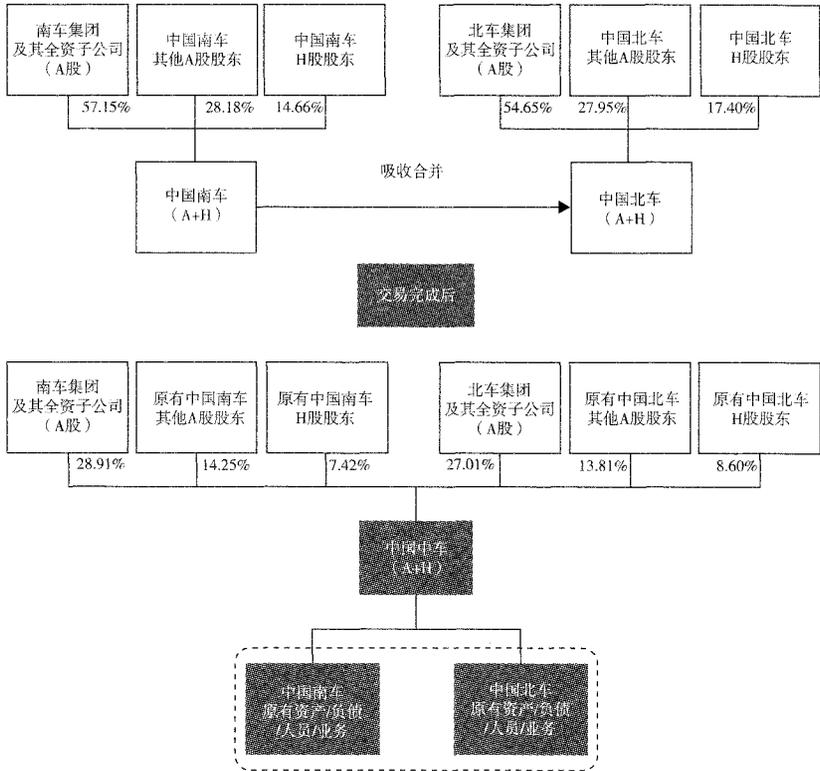


图3 交易架构示意图

(二) 吸收合并方案要点

1. 按同一换股比例确定合并对价

为了使同一公司的不同类别股东持有股比的相对比例在合并前后保持不变,此次合并中,中国南车和中国北车的A股和H股采用同一换股比例进行换股。合并双方在以相关股票于首次董事会决议公告日前20个交易日的交易均价作为市场参考价,并综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模等因素,最终确定换股比例为1:1.10。具体而言,中国南车A股和H股的市场参考价分别为5.63元/股和7.32港元/股,中国北车A股和H股的市场参考价分别为5.92元/股和7.21港元/股。根据该等参考价并结合1:1.10的换股比例,中国南车的A股和H股换股价格分别确定为5.63元/股和7.32港元/股,中国北车的A股和H股

换股价格分别确定为 6.19 元/股和 8.05 港元/股。H 股和 A 股换股分别于 2015 年 5 月 26 日和 2015 年 5 月 28 日完成。

2. 提供异议股东现金选择权

为保护股东利益,此次合并方案也提供了中国南车、中国北车异议股东以现金选择权。行使现金选择权的中国南车与中国北车的 A 股、H 股异议股东,可就其有效申报的每一股股份,在现金选择权实施日,按照定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价获得现金对价。中国南车、中国北车每股现金对价分别为人民币 5.63 元和 5.92 元。

3. 换股细节技术处理

根据合并方案设计,如果中国北车 A/H 股股票按换股比例可获得的中国南车 A/H 股股票的数额不是整数,则按照其小数点后尾数大小排序,每一位换股股东依次送一股,直至实际换股数与计划发行股数一致。如遇尾数相同者多于余股时则采取计算机系统随机发放的方式,直至实际换股数与计划发行股数一致。

另外,如中国北车股东所持有的中国北车 A 股股票或者 H 股股票存在权利限制,则该权利限制将在换股后的中国南车相应股票之上继续有效。

四、交易方案要点及难点

从 2014 年 10 月 27 日,中国南车和中国北车 A/H 股因重大事项停牌,至 2015 年 6 月 8 日中国中车最终挂牌上市,历时 8 个多月。本次合并是境内外资本市场上首例两家 A + H 股上市公司换股合并,合并过程中的合并定价、现金选择权操作、换股操作等具体事项涉及沪、港两地交易所,方案设计时对主要技术难点处理如下。

(一) 吸收合并方案选择过程

在两公司“双方对等合并”的背景下,中国南车和中国北车在合并方案设计中曾考虑了两种整合路径,即吸收合并、新设合并。但由于实践中,新设合并尚无操作细则,两家上市公司的新设合并也没有市场先例(非上市公司新设合并有市场先例),新设公司的上市地位难以确定,

而且新设合并在香港要重走“介绍上市”程序,须经上市委员会批准上市,操作较为复杂,时间表较不可控。为避免长时间停牌、保护中小股东利益等因素,两公司从稳妥推进交易、尽快完成重组的角度出发,最终选择了吸收合并这一相对更为成熟的操作路径。

(二) A + H 股换股定价方案

1. 定价机制的确定

在一般的吸收合并交易中,定价机制设计中通常根据市场情况、股东持股成本和估值水平考虑吸收方给予被吸收方的市场溢价,如果同时涉及 A + H 股,将给予相同的溢价水平。然而,在此次合并中,定价基准日中国南车的 H 股股价(7.89 港元)高于中国北车的 H 股股价(7.66 港元),而中国南车的 A 股股价(5.80 元)低于中国北车的 A 股股价(6.45 元),形成了价格“剪刀差”的复杂局面,且停牌前两公司 20 日均价亦呈现相同形势,构成了此次合并对价的特殊交易难点。

在这种情况下,如果中国南车和中国北车选择等溢价水平换股方案下,虽然能保证中国北车所有 A 股和 H 股股东享受同等溢价水平,但是中国北车 H 股股东的换股比例将显著低于 A 股股东,可能引发股东质疑。为了满足“对等合并”的需求,中国南车和中国北车最终提出了“同一换股比例”的定价机制,从而保证了中国北车所有 A 股和 H 股股东能交换到中国南车 A 股或 H 股同样比例的股票,保持了两公司各自的股本结构(A 股和 H 股的相对比例)在合并前后不变,但代价则是中国北车 H 股股东获得较 A 股股东更高的溢价水平。

从方案设计来看,由于 A 股和 H 股市场是分别独立的市场,又分别以人民币和港币计价,A + H 股公司不同类别的股票在不同时段可能与公司基本价值出现不同程度的偏离。因此,对于 A + H 股上市公司,未来是否可以考虑在两地定价基准日、定价基础等机制上能够有更大的灵活空间,给交易定价留有更多余地。

2. 换股比例的确定

在换股比例确定时,两公司主要考虑了历史股价、经营业绩、市值规模等三方面因素,最终将比例确定为 1:1.10。一是从历史股价表现来看,两家公司停牌前的股价表现非常接近。以停牌前 60 个交易日的历史股价为例,这两家公司的 A 股和 H 股交易均价所对应的换股比例在

0.96 ~ 1.11 范围内。二是从经营业绩来看,这两家公司的体量与业绩指标大致相当。如 2013 年度中国南车和中国北车对应每股收入分别约为 7.09 元和 7.93 元,对应每股净利润分别为 0.30 元和 0.34 元,两公司的两个指标之比均约为 1.12。三是从市值规模来看,两家公司市值规模非常接近。以停牌前 20 日均价计算,中国南车市值约为 777 亿元,中国北车市值约为 726 亿元,如按 1.10 的换股比例换股,两家公司换股价格对应的市值将基本相等。

(三) 两地信息披露与操作程序问题

本次南北车合并方案构成中国南车 A 股重大资产重组、A 股增发、H 股非常重大资产收购、H 股增发和 H 股清洗豁免,同时构成中国北车 A 股重大资产重组、A 股主动退市、H 股重大资产出售和 H 股下市,涉及众多的证券监管部门审批事项及两地证券市场的操作衔接。加上本次合并发生时,沪港通交易机制已经开通,进一步增加了项目操作的复杂性。其中,在 A 股市场,本次合并较以往案例新增了中国北车由于吸收合并而需要履行的主动退市程序;在 H 股市场,由于过往没有发生过两家 H 股公司的换股吸并,所以联交所最终参考了 A 股的操作路径和时间表。

1. 关于现金选择权和换股操作示意性时间表的信息披露

由于本次合并为无先例事项,联交所对于实施现金选择权和换股均比较谨慎,提出加强相关操作的信息披露,要求两公司对股东有关现金选择权和换股操作的示意性时间表进行两次公告。一是在两家公司地各自审议本次合并的股东大会召开前 10 个工作日对示意性时间表进行首次公告,视为股东大会的重要补充资料;二是在取得证监会批文、即将实施现金选择权和换股操作之前,需要重新修订该示意性时间表并再次公告。上交所原本没有类似操作,但为保障两地信息披露对等,同样要求两公司在 A 股市场进行两次示意性时间表公告。

2. 关于 H 股异议股东现金选择权的具体操作

异议股东现金选择权的方案设计中申报有效性作出了相关安排。异议股东在行使现金选择权时,如其自股东大会股权登记日起至现金选择权申报日期间发生持股变动,导致在此期间该异议股东的持股数量低于其有效反对票所代表的股份数,则该异议股东有权行使现金选择权的

股份数量上限为此期间该股东持股数量的最低值。

但由于 H 股市场尚存在部分纸质股票,对于该部分股东,无法通过电子交易系统追踪到其持股变化。因此,在合并过程中,两公司通过与联交所、香港结算公司、香港中央结算(代理人)有限公司协商,最终确定由 H 股股份过户处协助进行异议股东现金选择权行使资格的核实工作,剔除无效申报。

3. 关于换股实施及股票简称变更操作

在 A 股市场,中国北车股东所持的股票会先转换成中国南车的股票,随后中国南车变更股票简称为“中国中车”;而对于持有纸质股票的中国北车 H 股股东,如果采用同样的操作模式,就会导致股东先收到一张“中国南车”纸质股票,再收到一张“中国中车”纸质股票(此时原派发的“中国南车”纸质股票作废),可能会对市场造成混乱。最终,香港监管机构决定,对持中国北车纸质股票的 H 股股东将在复牌前 1 个交易日,直接获发“中国中车”纸质股票。

此外,合并后新公司原拟采用新的股票代码,但在实际操作中,由于中国南车、中国北车是较多指数的成分股票,且涉及多只产品,合并后新公司变更股票代码虽然在技术上可行,但耗时久、操作复杂、难度较大,且很多事项均为市场首例,可能会出现意料之外的状况。为减少停牌对投资者的影响、加快推进合并工作,经商议,合并后新公司暂不进行股票代码的变更。

五、案例点评

(一) 新设合并的可行性探讨

根据《公司法》,公司合并包括吸收合并与新设合并。实务中,上市公司吸收合并上市公司的操作方案均为吸收合并,而非新设合并。主要原因在于,新设主体是否需要符合 IPO 条件,及如何认定其符合 IPO 条件的标准未明确。

从法律关系来看,新设合并中,新设公司需要向被吸并公司的股东发行股份,换取其持有的被吸并公司股份。如果采用新设合并,则应新

设中国中车,并向中国南车和中国北车的股东发行股份,按照一定的换股比例换取两公司股东的股票。根据《证券法》,向特定对象发行证券超过 200 人的,属于公开发行。那么新设公司发行股份的行为即为公开发行。关键在于,该公开发行是否需要符合中国证监会发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》(以下简称《首发办法》)。

从公开发行的定义看,IPO 与新设合并均涉及公开发行,应适用相同的规则。但从新设合并的具体情形看,其发行行为属于向特定对象的发行行为;发行行为并未导致新增资产证券化;发行目的是交换原有上市公司的股份,而非通过增发新股募集资金。从这个角度看,新设合并与 IPO 中的发行行为有明显区别。

同时考虑到新设公司的发行行为是其应有之义,并非单独存在的发行行为,而是新设合并换股行为必不可少的程序。因此,私认为,在上市公司与上市公司之间合并采取新设合并方式的,应排除适用《首发办法》的发行条件。可能有意见会认为,排除《首发办法》发行条件的适用将违反《证券法》的规定。但笔者以为,中国证监会对于两公司吸收合并方案的批准,自然蕴含了对新设公司公开发行新股换股吸收合并原上市公司的同意。

鉴于上述问题仍存在较大争议,从尽快解决问题的角度出发,建议按照《首发办法》规范新设公司的发行行为,但应明确新设公司的历史沿革、财务数据等均可以按照被吸并公司模拟计算。

(二) 异议股东现金选择权

异议股东现金选择权脱胎于异议股东股份回购制度。异议股东股份回购制度又称异议评估权,是最早产生于美国法的一种制度。早期美国公司法律在涉及公司合并、章程修订等根本变化时,趋向于允许股东资本多数决;但作为对少数股东的妥协,允许少数股东在涉及基本交易时请求公司以公平价格收购自己的股份。异议股东股份回购制度在我国《公司法》主要体现为第 74 条,该条允许出现公司合并、分立、转让主要财产等情形的,对股东会该项决议投反对票的股东,可以请求公司按照合理的价格收购其股权。

上市公司并购中现金选择权制度主要由证监会《上市公司收购管理办法》规定。收购人为终止上市公司上市地位而发出全面要约,或者向

中国证监会提出申请未取得豁免而发出全面要约的,应当以现金支付收购价款;以依法可以转让的证券支付收购价款的,应当同时提供现金方式供被收购公司股东选择。收购人以未在证券交易所上市交易的证券支付收购价款的,必须同时提供现金方式供被收购公司股东选择,并详细披露相关证券的保管、交付被收购公司股东的方式和程序安排。

与异议股东股份回购制度不同,异议股东股份现金选择权的提供方并非公司,而是收购人。在本案中,现金选择权提供方为向股东支付现金对价从而受让相应上市公司股票的机构。当然,申报期内 A 股股东不存在异议股东申报现金选择权。而在申万吸并宏源证券一案中,异议股东现金选择权的现金提供方为宏源证券安排的大股东中央汇金及其他第三方。

关于异议股东股份现金选择权价格的确定,一般比照整个交易确定的定价。在中国南车合并中国北车的案例中,中国南车的异议股东申报的每一股份价格,按照定价基准日前 20 个交易日中国南车的 A 股和 H 股股票交易均价确定;中国北车异议股东股份回购价格确定方式与南车类似。但非上市公司发行股份吸收合并上市公司时,由于非上市公司的股票一般不存在公开市场价格,其异议股东在要求公司回购其股票时,存在交易价格确定的问题。原则上,由于交易涉及上市公司,非上市公司会采取 PE 估值或者适当方法的评估值进行作价,相应异议股东持有的股份回购价格则按照上述方案确定。总体来说,在相关交易方案实施前,应当充分进行评估,以期获取一个公平的交易价格,同时也给予中小股东充足的时间作出判断。

(三) 吸收合并的定价

公司合并的定价主要由双方采用合理的估价方式确定。在本案中,中国南车和中国北车均为上市公司,其吸收合并的定价主要采用定价基准日前 20 个交易日的均价。由于二者均为 A + H 上市公司,因此存在 A 股价格与 H 股价格不匹配的情形,即定价基准日中国南车的 H 股股价高于中国北车,而中国南车的 A 股股价低于中国北车。为此,本次交易采取了以中国北车 H 股股东较 A 股股东获得更高的溢价水平为代价,保持两公司各自的股本结构(A 股和 H 股的相对比例)在合并前后不发生变化的方案。

而对于上市公司吸收合并非上市公司,或者非上市公司吸收合并上市公司,非上市公司一方一般采用收益法、市场法、资产基础法等对其股权进行评估作价。例如,在申万吸收合并宏源证券一案中,宏源证券作为上市公司被吸并注销,其定价采用定价基准日前 20 个交易日均价,并溢价 20%。而申万作为非上市公司,其定价则采用市场法评估确定。值得一提的是,在其中宏源证券异议股东现金选择权的定价方面,并不存在 20% 的溢价,因此上述定价方式对于现金选择权的行使大打折扣。