

## 新城控股换股吸收合并 新城 B 股:境内资本市场 首例民营企业“B 转 A”

**案例简介:**新城控股换股吸收合并新城 B 股为东电 B 股后第二例“B 转 A”样本,亦是我国资本市场首例民营企业 B 股转 A 股的成功范例。其交易模式承继东电 B 股。在东电 B 股基础之上,在确定换股发行价及与投资者沟通方面积累了更为丰富的经验,但其吸收合并上市首日暴涨的现象也引发完善换股吸收合并上市首日涨跌幅约束机制的思考。

### 一、交易背景与目的

#### (一)解决 B 股历史遗留问题,保护 B 股流通股股东利益

公司实际控制人王振华控制的所有房地产开发业务主体包括新城发展控股有限公司(以下简称“新城发展”,股票代码:1030.HK)、新城控股集团有限公司(以下简称“新城控股”)及新城 B 股。截至 2014 年 8 月 31 日,新城发展、新城控股与新城 B 股股权架构如图 1 所示:

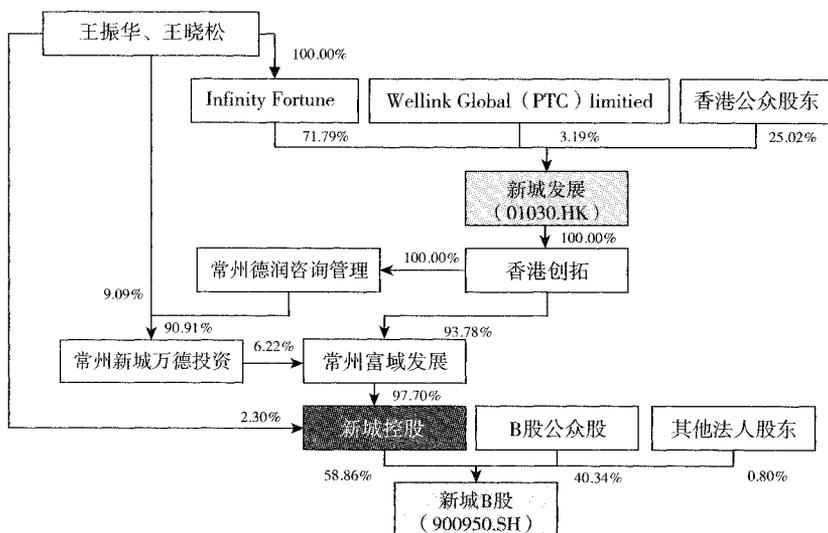


图 1 新城发展、新城控股与新城 B 股股权架构

新城 B 股的前身为江苏五菱柴油机股份有限公司(简称“江苏五菱”),以募集方式于 1997 年 10 月 10 日发起设立,并于 1997 年 10 月 16 日在上海证券交易所 B 股上市。至 2001 年中期,江苏五菱出现巨额亏损,生产经营难以为继,存在较大的退市风险。2001 年下半年,为扭转江苏五菱的经营困境,保护中小投资者的利益和避免退市,在政策允许的前提下,江苏新城实业集团有限公司(现新城控股)对江苏五菱实施重大资产重组,公司主营业务由柴油机制造变更为房地产开发与经营。

然而,相较于 A 股市场自股权分置改革后在总市值、交易金额等方面取得的重大突破,B 股市场的地位每况愈下,2001 年以后再无 B 股公司进行 IPO,再融资案例也屈指可数。B 股市场的融资功能丧失后,B 股市场无法扩容,投资者可选择的空间愈加变小,流动性进一步降低,B 股市场估值水平进而也降低。以新城 B 股为例,其 B 股股票在此次重组首次停牌前一交易日(2014 年 7 月 30 日)的收盘价为 0.507 美元/股,对应 2014 年市盈率<sup>[1]</sup>仅为 4.28 倍,而同日其同行业

[1] 市盈率的计算采用 2014 年度全面摊薄每股收益扣非前后的孰低值,下同。

A 股可比公司<sup>[2]</sup>对应 2014 年市盈率的平均值为 7.67 倍。

2014 年 5 月,国务院出台了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,明确提出将“稳步探索 B 股市场改革”这一政策性指导意见,为各 B 股上市公司根据自身情况探索解决各自的 B 股问题指明了方向。公司本次 B 股改革方案前,已有中集 B、丽珠 B、万科 B 完成了转 H 股,东电 B 股通过控股股东换股吸收合并实现了 B 股转成 A 股等先例。本次重组,新城控股向新城 B 股除新城控股以外的全体股东发行 A 股股票,并以换股方式吸收合并江苏新城。原 B 股流通股股东持有的 B 股流通股由此转换为 A 股流通股,公司股票价值得以回归,保障了 B 股流通股股东的利益,以此次重组中新城控股 A 股发行价格 9.82 元/股计算,其对应 2014 年市盈率达 11.87 倍。

## (二)解决潜在同业竞争,实现房地产开发业务的 A 股整体上市

新城 B 股及其控股股东新城控股均从事房地产开发业务,且其实际控制人均为王振华先生,其中新城 B 股偏重住宅类的境内房地产项目开发,而新城控股(除新城 B 股外)偏重商业类的境内房地产项目开发。在两家公司各自独立的发展壮大过程中,随着各自业务的不断拓展,相互之间逐渐出现业务交叉的情形。尽管公司与新城控股就业务发展签署了业务划分的“业务安排确认函”,但鉴于中国房地产行业及土地市场的特殊性,公司与新城控股仍存在潜在的同业竞争;同时为严格履行“业务安排确认函”,有效避免公司与新城控股之间发生同业竞争,内部运营成本因此大幅提升。

通过此次换股吸收合并,新城 B 股的业务将全部纳入新城控股,新城控股将作为存续公司承继及承接新城 B 股的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务,这将有效解决新城 B 股与新城控股之间的潜在同业竞争问题,可有效降低两家公司的运营成本,提高经营效益,实现协同发展。此次重组完成后,新城控股将成为王振华实际控制下从事境内房地产开发业务的唯一平台,实现 A 股整体上市。

---

[2] 可比公司的选取与《新城控股集团股份有限公司换股吸收合并江苏新城地产股份有限公司报告书(修订稿)》中的一致。

### （三）新城控股实现整体上市，股权融资功能助力公司发展

由于历史原因，公司仅有流通 B 股，未能发行流通 A 股。作为纯 B 股公司，缺乏融资渠道成为新城 B 股谋求发展的一定阻碍。尤其是对于公司房地产主营业务而言，在整个行业迅猛发展的过去十余年间，缺乏股权融资方式在一定程度上阻碍了公司实现由小到大并扩大规模的发展。

近年来，新城控股加速全国化布局，产品类型突破原来单一的住宅开发，新增商业综合体开发，公司规模不断扩大。未来新城控股计划保持住宅地产与商业地产双核驱动的战略模式：在住宅地产方面，计划形成以“上海为中枢，长三角为核心，并向珠三角、环渤海和中西部地区扩张”的战略布局；在商业地产方面，计划在全国范围内选择性地获取优质地块进行开发，主营一、二线城市，并关注人口及商业需求稳步增长、缺乏购物中心的一些三、四线城市的商业发展机遇。公司的未来发展需要强大的现金流支持，在助力公司实现业务扩张的同时，支撑其自持物业的资金需求。此次重组完成后，新城控股作为上市平台的融资功能得以恢复，融资渠道得以进一步拓宽，公司发展进程进一步提速。

## 二、交易方案

### （一）实践方案

新城控股向新城 B 股除新城控股以外的全体股东发行 A 股股票，并以换股方式吸收合并江苏新城。本次合并完成后，新城控股将作为存续公司承继及承接新城 B 股的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务，新城 B 股终止上市并注销法人资格；同时，新城控股的 A 股股票（包括为本次换股吸收合并而发行的 A 股股票）将申请在上海证券交易所上市流通。

本次换股吸收合并中，综合考虑资本市场情况、新城控股换股吸收合并新城 B 股后的盈利情况以及房地产行业 A 股可比公司估值水平等因素，确定新城控股 A 股股票的发行价格为 9.82 元/股；综合考虑

新城 B 股二级市场交易情况、中小股东利益等因素,确定新城 B 股本次 B 股股票的换股价格为 1.317 美元/股,溢价率为 159.76%。按照新城 B 股股票停牌前一日(2014 年 7 月 30 日)的人民币对美元汇率中间价折合人民币 8.12 元/股,因此,此次换股吸收合并的换股比例为 0.827,即换股股东所持有的每 1 股新城 B 股股票可以换得 0.827 股新城控股 A 股股票。

本次吸收合并前后的结构示意图如图 2 所示:

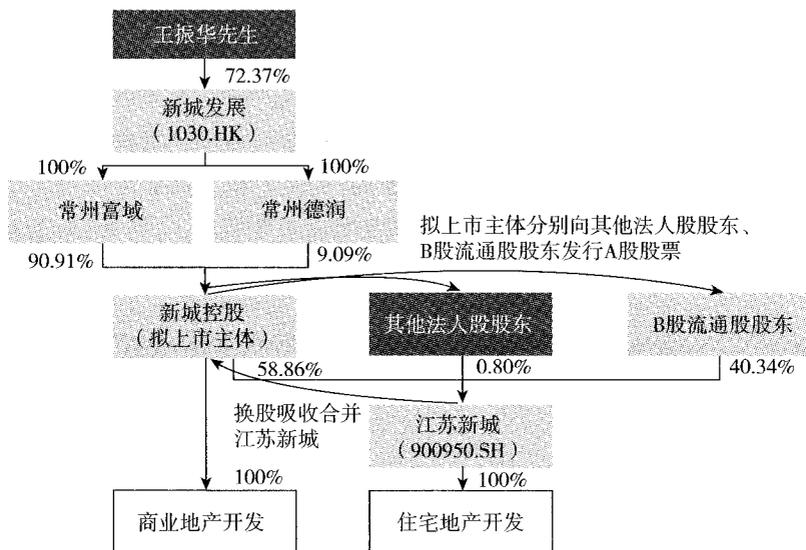


图 2 本次交易完成前的股权结构图

如交易结构图所示,本次重组构成关联交易,但不会导致上市公司实际控制人变更,亦不构成借壳上市,且未安排配套融资。

在本次换股吸收合并的换股比例 0.827,此次重组完成后的上市公司新城控股(存续主体)相较于此次重组完成前的上市公司江苏新城(被吸并方),每股收益、每股净资产及净资产收益率均有不同程度的提升。具体如下表所示:

交易前后上市公司的盈利能力比较

指标	2014 年度/2014 年 12 月 31 日		
	交易前上市公司 江苏新城	交易后上市公司 新城控股	变化情况
基本每股收益(元/股)	0.73	0.96	↑
归属于母公司所有者的每股净资产(元/股)	4.85	5.92	↑
加权平均净资产收益率(%)	16.43	17.24	↑

数据来源：江苏新城审计报告、新城控股备考审计报告。

注：交易后上市公司新城控股的相关指标采用备考口径下的财务数据及本次发行完成后的总股本进行计算。

由上表可知，本次重组有利于提高上市公司的资产质量，增强上市公司的盈利能力，符合《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定，保障了全体股东的利益。未来随着上市公司股权融资功能的恢复、住宅地产开发与商业地产开发两大业务板块的协同发展，公司盈利能力有望进一步提升。

## (二) 理论可行方案

方案一是新城 B 股发行 A 股购买资产并注销 B 股，即新城 B 股公开发行 A 股股票向控股股东购买其持有的其他房地产开发业务资产，同时向 B 股流通股股东发行 A 股股票注销其持有的 B 股股票，原 B 股股东成为 A 股股东，相应地，原有公司法人股转换为 A 股限售流通股。该方案的关键问题在于新城 B 股公开发行 A 股的合规性问题，以及新发 A 股股份的限售问题。

交易结构示意图如图 3 所示：

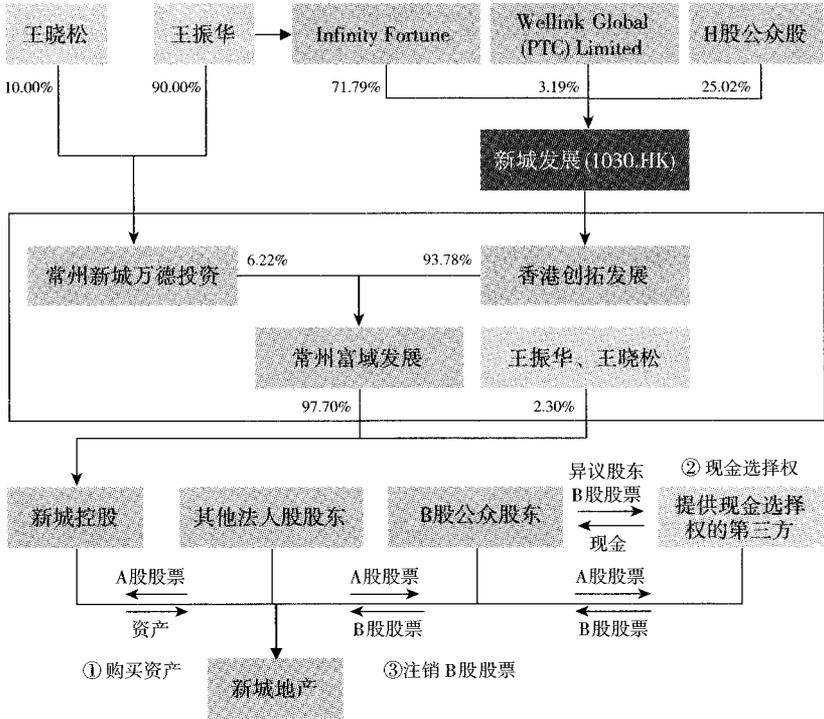


图3 交易结构示意图(方案一)

方案二为新城B股股份转换为A股股份同时向控股股东发行股份购买资产,即新城B股的B股流通股转换至A股市场上市交易,原B股流通股股东成为A股流通股股东,相应地,原有公司法人股转换为A股限售流通股,同时公司向控股股东发行A股股票以购买其持有的其他房地产开发业务资产。该方案的关键同样在于B股转换为A股的合规性问题。

交易结构示意图如图4所示:

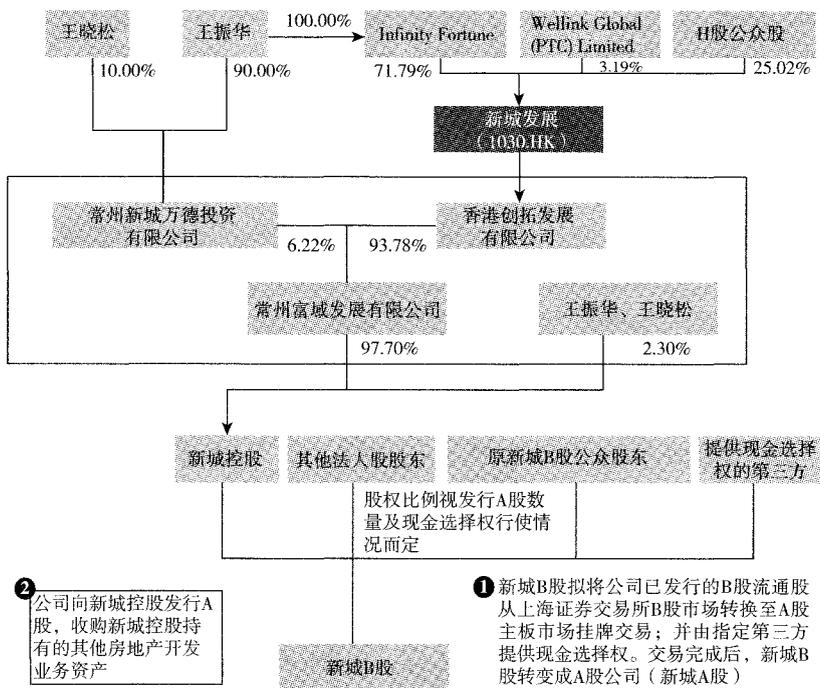


图 4 交易结构示意图(方案二)

### 三、方案重点及难点

2013年，“东电 B 转 A”方案顺利通过审批并完成实施，开创了以换股吸收合并方式实现 B 股转 A 股的先河。作为我国资本市场首例民营企业“B 转 A”，“新城 B 转 A”在借鉴“东电 B 转 A”成功经验的基础上，在交易定价、股东沟通及监管审批方面不乏自己的亮点。

#### (一) 方案合规性论证：借鉴“东电 B 转 A”成功经验

《公司法》、《关于做好公司合并分立登记支持企业兼并重组的意见》及《关于外商投资企业合并与分立的规定》等均对公司合并做出了明确的规定：合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式，其中吸收合并为“公司接纳其他公司加入本公司，接纳方继续存在，加入方解散”。

在本次重组中,新城控股向新城 B 股除新城控股以外的全体股东发行 A 股股票,并以换股方式吸收合并新城 B 股,本次合并完成后,新城控股将作为存续公司承继及承接新城 B 股的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务,新城 B 股终止上市并注销法人资格,符合上述法律法规的相关规定。

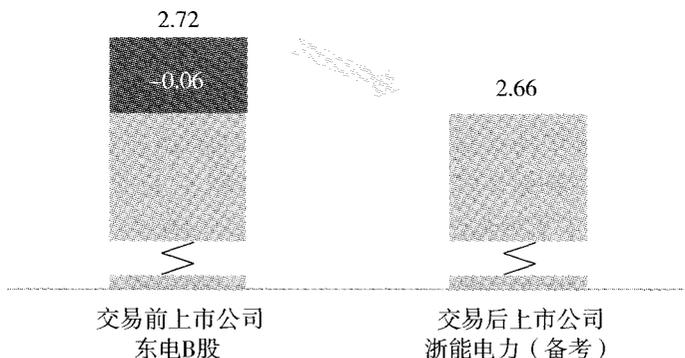
此外,对于本次合并导致新城 B 股股票的境外投资人通过换股而持有新城控股的 A 股股票,目前虽无明确的法律指引,亦无明确的禁止性规定,鉴于此前浙能电力换股吸收合并东电 B 股已成功实施,这一问题并不构成法律障碍。

### (二) 方案难点:交易定价及换股比例

在换股吸收合并交易中,换股比例往往决定了大股东及中小股东之间的利益分配,因此换股比例通常是投资者们关注的焦点。

此前,“东电 B 转 A”方案的股东大会 B 股非关联股东赞成票比例仅约 68%,险些未能获得股东大会通过。据媒体报道,“东电 B 转 A”方案出台之时即引起部分中小股东的不满,其争论的焦点主要在于中小股东占有的交易后上市公司(存续主体)归属于母公司股东的净利润、归属于母公司股东的净资产均低于其占有交易前上市公司(被吸并方)的对应指标。经计算,具体如图 5 所示:

B股流通股股东对应的净利润变化  
即归属于母公司股东的净利润 × B股流通股股东的持股比例  
2012年度,单位:亿元



B股流通股股东对应的净资产变化  
即归属于母公司的所有者权益 × B股流通股股东的持股比例，  
2012年度，单位：亿元

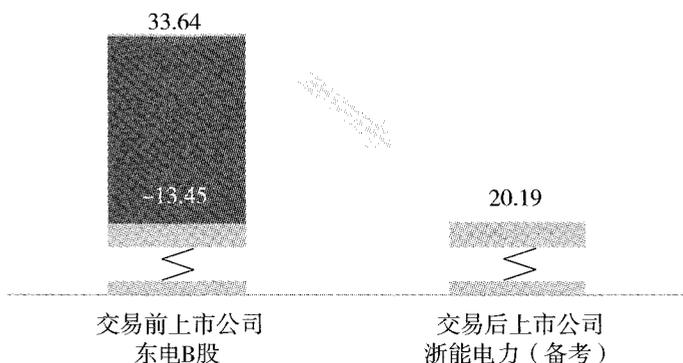


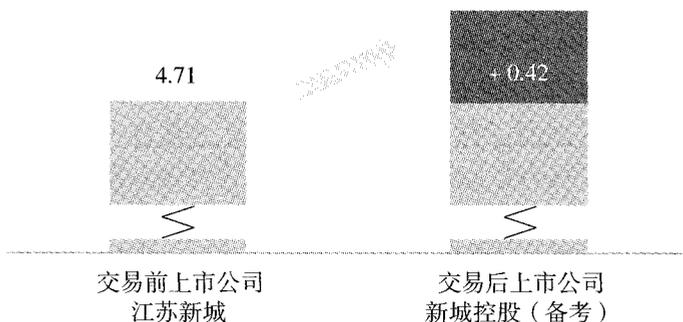
图5 2012年度B股流通股股东对应的净利润、净资产变化

数据来源：东电 B 股审计报告、浙能电力备考审计报告。

注：上图所示 B 股流通股股东不包括浙能电力之关联方香港兴源投资有限公司。

因此，在“新城 B 转 A”方案设计之初，即充分考虑到这一点，最终确定的换股比例为 0.827，中小股东占有的交易后上市公司（存续主体）归属于母公司股东的净利润、归属于母公司股东的净资产相较于其占有交易前上市公司（被吸并方）的对应指标，不仅没有减少，反而有所提升。经计算，具体如图 6 所示：

B股流通股股东对应的净利润变化  
即归属于母公司股东的净利润 × B股流通股股东的  
持股比例，2014年度，单位：亿元



B股流通股股东对应的净资产变化  
即归属于母公司的所有者权益×B股流通股股东的  
持股比例,2014年度,单位:亿元

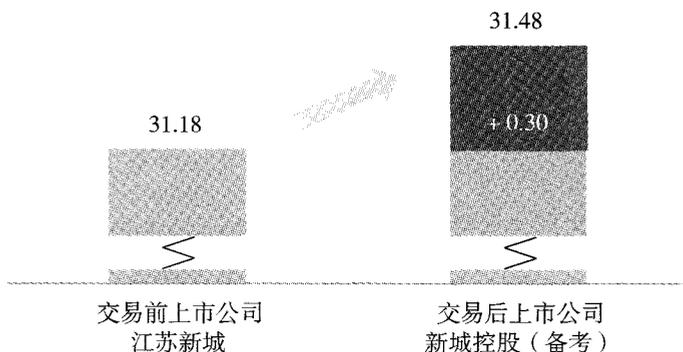


图6 2014年度B股流通股股东对应的净利润、净资产变化

数据来源:江苏新城审计报告、新城控股备考审计报告。

最终,“新城B转A”方案的股东大会B股非关联股东赞成票比例高达90%以上,远高于此前“东电B转A”,表明了中小投资者对“新城B转A”整体方案的认可与肯定。

B股市场素来交投清淡、股东大会参与度不高,如何最大限度地让中小股东充分了解本次方案成为了本次股东大会决议顺利通过的又一关键。然而股东沟通工作可谓“知之非难,行之不易”:首先,新城B股的股东以个人投资者为主、持股极为分散,B股流通股股本超过6亿股,投资者超过3万且遍布全球,人均持股数量不足2万股,为确保股东大会的顺利通过,前期需拜访沟通的股东数量众多、股东沟通的工作量较大;其次,本次方案仅召开一次董事会,在董事会决议公告后的15个自然日后即召开股东大会,可供与流通股股东沟通的时间仅10个工作日左右,沟通时间的紧迫增加了股东沟通工作的难度;此外,B股账户类型复杂,投资者持股背景多样,尤其是境外投资者,有相当一部分通过境外证券公司或托管行的名义账户进行间接托管,该类代持账户背后往往有多个实际持有人,在实际投票过程中,对股东身份的辨别、委托授权手续的办理都较为复杂与烦琐。

为克服上述障碍,新城B股联合中介机构采取“多管齐下”的策略

顺利完成股东沟通工作：首先，在本次重组方案公告后，通过拨打及接听数千名流通股股东的电话，与其进行一对一沟通，取得良好效果；其次，利用有限的人力，针对福建、广东、上海等持股集中的区域展开深入的实地走访，获得其对本次重组的支持；此外，借力财务顾问在境外的资源，积极展开与境外机构投资者的沟通，使其充分了解本次方案并督促其告知托管账户的实际持有人，最终通过这一渠道亦取得数量可观的赞成票。

### （三）境内外监管审批

与“东电 B 转 A”方案类似，本次重组涉及的监管审批及沟通事项包括：就本次重组及上市方案取得上海证券交易所及中国证监会的认可及批复；就本次重组所涉及的外汇管理事项取得省级外汇管理部门的认可及批复；就“现金选择权实施—B 股退市—换股及账户转换—A 股上市”四个实施环节的操作步骤、披露要求等技术细节与上海证券交易所、证券登记结算部门进行沟通，确保在项目实施流程、对外信息披露等方面万无一失。

与“东电 B 转 A”方案不同的是，在上述监管审批及沟通事项的基础上，由于新城控股的间接控股股东新城发展为一家香港上市公司，故“新城 B 转 A”方案还涉及香港证券交易所的事前认可。在本次重组的董事会召开前，项目组即联合新城发展的境外律师多次与香港证券交易所进行口头及书面沟通、按照其要求提交相关测算，最终取得其关于本次重组不构成香港上市规则下的分拆上市的确认证函。

## 四、案例点评

### （一）B 股改革模式的探索与方向

当前，解决 B 股问题的政策、市场和技术环境已经具备。一是监管转型创造了良好的政策环境。支持 B 股公司根据自身实际情况，在市场博弈的基础上，解决 B 股问题，符合监管转型的政策导向。二是沪港通创造了良好的市场环境。沪港通下，境外机构和个人投资者直接投资者 A 股的通道已经打开，为 B 股改革后，境外机构和个人投资者原投资账

户的处理提供了可借鉴的范例。同时,沪港通也基本完结了 B 股市场的历史使命,客观上进一步提升了 B 股市场改革的迫切性。三是 B 股市场已有的试点创造了良好的技术环境。对于上交所而言,浙能电力吸收合并东电 B 完成后,与该模式相匹配的境内 B 股个人投资者 A、B 股证券账户自动关联匹配、境外 B 股投资者由中登上海分公司统一配发特殊 A 股证券账户等技术实现问题,已同步形成较为成熟的解决方案。对于深交所而言,B 转 H 的技术改造已经完成,后续实施的技术障碍已经打开。在此基础上,以创新案例为示范,继续支持 B 股市场改革解决 B 股历史遗留问题应当成为各方共识。

### 1. 已有的 B 股改革实践探索

目前,已有少部分 B 股公司,通过先行先试,形成了解决 B 股问题的两种模式。一是控股股东通过向 B 股公司其他股东发行 A 股换股吸收 B 股,并通过注销 B 股实现整体上市。以东电 B 股为例,控股股东浙能电力向东电 B 股除浙能电力以外的全体股东发行 A 股,全部用于换股吸收合并其持有的东电 B 股,吸并方案实施后,2013 年 12 月 19 日,浙能电力实现上市,东电 B 股退市并注销。

实施该模式的主要前提,是 B 股公司的控股股东,需要符合《首次公开发行股票并上市管理办法》所规定的发行条件。目前,与该模式相匹配的境内 B 股个人投资者 A、B 股证券账户自动关联匹配、境外 B 股投资者由中登上海分公司统一配发特殊 A 股证券账户等技术实现问题,已形成较为成熟的解决方案。

二是 B 股整体性转为 H 股。较为典型的案例包括深市的中集集团、丽珠医药和万科 B 股。由于 B 股转为 H 股后,原 B 股投资者的股票交易账户,仍在境内开立,因此,需要建立通过内地账户进行 H 股交易的专门通道,目前沪市尚不具备该技术条件。如需实施,需要上交所 B 股交易系统和券商营业部系统进行同步的技术改造,以深交所系统改造为参照,需要较大的资金和人力投入,也需要半年以上的改造时间,成本较高。

### 2. B 股改革理论可行模式

除已有实践探索外,在现有法规框架内,也存在其他解决 B 股问题的可能路径,主要有以下三种模式:

一是由 B 股公司发行 A 股置换 B 股。即由 B 股公司通过所发行的 A 股,与 B 股股东所持有的 B 股进行置换,然后注销 B 股。该模式最大优势在于,上市公司不涉及现金支出,资金压力不大。主要问题在于 B 股公司发行 A 股的合规性问题,以及对于 A + B 股公司,目前 B 股估值普遍较低,A、B 股股东的利益协调,将成为难点,相关换股比例,可能需要两类股东的多次博弈。

二是 B 股转 A 股。即以选定的基准日,按一定的比例将 B 股整体性转为 A 股。该模式的最大优势在于整个转化过程不涉及新股发行、B 股回购及注销等环节,实施较为便利。主要问题在于,B 股直接转为 A 股的合规性问题,以及对于 A + B 股公司,B 股转 A 股的比例问题,也同样涉及 A、B 股股东的利益协调。

三是直接回购。该方式只适合于 A + B 股公司,即由公司按照一定的价格,回购 B 股,然后予以注销。该模式的最大优势在于,在目前的 B 股政策框架内,即可实施,不涉及 B 股公司发行 A 股或 B 股股份问题。主要问题在于,需要上市公司使用部分闲置资金,将对上市公司造成较大的资金压力。

### 3. 建议 B 股改革的实施路径应以纯 B 股作为突破口

目前,B 股改革中,最为迫切的是尽快解决纯 B 股公司的问题。建议采用 B 股直接转 A 股的方式,整体性完成纯 B 股公司的股票类别转化。一是纯 B 股公司实施该模式,不涉及 A、B 股股东的利益协调;二是中间环节少,实施较为便捷。

对于 A + B 股公司,由于其不存在融资、重组等障碍,可以引导其根据自身的实际情况,按照“一司一策”的原则,采用回购、换股、整体转化等方式,按照公司自治的原则,自主决策,分步实施,在解决 B 股问题的同时,防止公司采用超出自身条件和能力的解决方案,保持 B 股市场的稳定。

#### (二) 妥善设置换股比例,平衡 B 股改革各方利益

B 股公司 B 转 A 方案的核心与难点在于各方利益平衡,涉及 B 股公众股东利益,大股东利益(如为国资控制,涉及国有资产流失问题),如吸并方为同一控制下其他上市公司的话,还涉及该上市公司 A 股公众股东利益,如何在三者间找到平衡,如何设置换股价格,如何设置异议

股东现金选择权价格,涉及分立的,如何设定分立定价等,是中小投资者最为关注的问题,也是决定此类重组能否成功推进的前提。

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第 50 条的规定,换股吸收合并涉及上市公司的,上市公司的股份定价及发行按照发行股份购买资产的定价规定执行,即不得低于市场参考价(董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一)的 90%。B 股市场自 2001 年以来已无新上市的 B 股公司,也无 B 股公司通过发行 B 股实施再融资或重大资产重组,市场流动性较弱,其估值较 A 股偏低,因此 B 转 A 时往往会有一定的溢价。溢价及最终定价的合理性并无明确判断标准,其主要为市场主体博弈行为。

但鉴于 B 股股东多为个人投资者,对交易价值的判断力有限,往往以换股比例作为唯一的衡量标准,而换股比例权衡的仅为相对利益,如基于这一判断原则,一方面或将上市公司与中小股东置于对立面;另一方面也不利于中小股东的利益判断和维护。因此,建议类似案例应通过信息披露等方式加强与投资者的沟通交流,如在重组报告中补充披露对中小投资者权益、收益的影响;如存在权益摊薄,建议进一步披露填补回报措施,或控股股东及其关联方在原有锁定期基础上根据上市后股价表现设定锁定期延长调整机制,通过事前披露、事后补偿等措施充分保障中小投资者利益,实现 B 股改革的多赢。

### (三) 约束换股吸收合并上市首日涨跌幅

新城控股在 A 股上市首日不设价格涨跌幅限制,首日开盘即较发行价暴涨 132.18%,收盘进一步上涨报 29.35 元/股,较发行价涨幅达 198.88%;新城控股当天股票换手率高达 33.24%,全天振幅高达 110.90%,成交额达 46.17 亿元。

除本次交易外,目前其他换股吸收合并上市案例亦大多采取上市首日不设涨跌幅限制的交易机制,并在集合竞价阶段设定 200%(沪市)、900%(深市)的有效申报价格范围,如温氏股份换股吸收合并大华农、申银万国换股吸收合并宏源证券、招商蛇口换股吸收合并招商地产等。在该机制下,对于获市场认可的案例,股票上市首日将遭到投资者爆炒,形成泡沫估值体系,由此带给市场的则是更长时间的风险调整。

目前,虽然新股上市也会经历一段时间的炒作,但由于上市首日集

合竞价阶段存在相对较为合理的 20% 价格涨跌幅限制,连续竞价阶段亦存在 44% 的涨跌幅限制,因此,上市首日不会透支新股的股价增长空间,在经历后市若干日涨停板后抛售盘逐步释放,破板较为平缓。新城 B 股案例的一个警示之处即在于,交易所应当参照新股上市首日交易机制审慎制定非上市公司换股吸收合并上市公司的上市首日交易价格约束措施,避免暴涨暴跌的过山车行情对中小投资者造成利益侵蚀并对市场形成潜在不稳定因素。

虽然对换股吸收合并上市首日涨跌幅限制存在共识,但是对其具体确定存在分歧,在后续城投控股换股吸收合并阳晨 B 股案例中,主要有两种可行方案探讨:一是城投控股和环境集团的首日股票涨跌幅均比照新股上市首日设置价格申报范围;二是城投控股的股票涨跌幅设置为 10%,环境集团的股票比照新股上市首日设置价格申报范围。综合市场惯例和公司诉求等因素,同时考虑到城投控股为创新业务标的,为减少对市场股价及创新业务的影响,最终采取第二种方案。城投控股的案例为后续换股吸收合并上市首日涨跌幅限制确立了先例,依此逻辑,非上市公司换股吸收合并上市 B 股首日涨跌幅宜比照 IPO 上市首日设置价格申报范围,而上市公司换股吸收合并上市 B 股则以 10% 限制为宜。