

广州药业吸并白云山:首例沪市 公司跨市场吸并深市公司

案例简介:为了整合产业资源,发挥资源协同效应,并解决下属上市公司同业竞争和资产不完整等问题,广药集团实施重大资产重组暨整体上市。本次重组采取沪市上市公司广州药业换股吸收合并深市上市公司白云山,以及广州药业向广药集团发行股份购买广药集团剩余医药主业相关资产的方式,是国内首例涉及沪、深、港三地交易所的上市公司资产重组。

一、本次交易背景

广州医药集团有限公司(以下简称广药集团)是广州市政府授权经营的集科、工、贸于一体的大型国有企业集团,主要从事中成药及植物药、化学原料药及制剂、生物医药制剂等领域的研究和开发以及制造与经营业务,是国内最大的中成药生产基地和华南地区最大的现代药品物流中心及全国最大的抗感染类制剂生产企业之一。

广药集团拥有或控制的资产主要包括三大块:
(1)上市公司广州药业股份有限公司(以下简称广

州药业),股票在上海证券交易所(以下简称上交所)和香港联交所上市交易;(2)上市公司广州白云山制造股份有限公司(以下简称白云山),股票在深圳证券交易所(以下简称深交所)上市交易;(3)其他医药主业相关的资产,包括由广州药业生产经营使用但由于历史原因未注入上市公司的全部在用商标及部分房屋建筑物。囿于上述资产分布现状,广药集团下属上市公司存在潜在同业竞争和资产不完整等问题。这不仅导致产业资源无法全面整合、协同效应无法充分发挥,也使得上市平台丧失了基本的再融资功能。

近年来,国家鼓励国有企业整体上市,支持医药行业并购重组,广州市也加快国资优化布局。在这些背景下,广药集团推进整体上市、解决同业竞争的外部环境日趋成熟。基于此,2011年11月7日,广药集团正式启动整体上市工作,并申请广州药业和白云山股票停牌;2013年5月23日,广州药业因换股吸收合并白云山新增A股股份在上交所上市交易;2013年7月,广州药业向广药集团发行股份购买资产新增A股股份完成登记。至此,广药集团整体上市(以下简称本次重组)工作基本实施完毕。

在本次重大资产重组完成后,将基本实现广药集团医药产业的整体上市,存续公司将成为广药集团主要医药资产和业务的单一上市平台,成为全国竞争力最强的综合性医药上市公司之一。

二、交易双方基本情况

(一)吸收合并方——广州药业

广州药业最近三年及一期的控股股东均为广药集团,实际控制人均为广州市国资委。广州药业主要从事中成药的制造和销售,西药、中药和医疗器械的批发、零售和进出口业务及天然药物和生物医药的研究开发等业务。广州药业是南派中药的集大成者,旗下拥有中一、陈李济、奇星、敬修堂、潘高寿等多个百年老字号药企以及华佗再造丸、中一消渴丸、夏桑菊、蛇胆川贝液、乌鸡白凤丸、追风透骨丸等中成药及相关品种,在华南地区乃至全国都拥有极为明显的中成药资源优势。

2009~2011年,广州药业归属于母公司所有者的净利润分别为21,098.89万元、26,711.19万元和28,753.10万元,年复合增长率达16.74%。2012年1~6月,广州药业归属于母公司所有者的净利润为21,708.50万元,较上年同期分别增长24.16%和20.86%。

(二)被吸收合并方——白云山

白云山的控股股东也为广药集团,实际控制人均为广州市国资委,白云山主要从事多种剂型的中西成药、化学原料药、外用药、儿童药、保健药等系列药品的生产经营等业务。经过多年的发展,白云山拥有清开灵、注射用头孢硫脒系列、阿莫西林、头孢克肟、咳特灵、阿咖酚散、小柴胡颗粒、头孢曲松钠原料、头孢呋辛钠等九个销售收入超过1亿元的产品(系列)。受益于基本药物制度的深入推进,白云山将迎来新的发展机遇。

2009~2011年,白云山实现归属于母公司所有者的净利润10,776.57万元、20,473.66万元和26,108.56万元,年复合增长率达55.65%。

三、吸收合并的背景、方案及主要过程

(一)交易方案概述

1. 总体方案

本次重组方案由三部分组成:(1)广州药业新增约4.46亿股A股股份(占重组完成后总股本的34.51%),按照0.95:1的比例换股吸收合并白云山;(2)广州药业向广药集团发行约0.35亿股A股股份(占重组完成后总股本的4.30%)作为支付对价,收购广药集团拥有或有权处置的房屋建筑物、商标、保联拓展有限公司(以下简称保联拓展)100%股权、广州百特医疗用品有限公司(以下简称百特医疗)12.50%股权;(3)对于因存在法律纠纷暂时无法转让的“王老吉”系列等共计33项商标和需完成改制后方可转让的广州医药研究总院(以下简称广药总院),广药集团承诺,分别自上述资产可转让之日起两年内,择机注入上市公司。重组前后的资产变更情况如图1所示:

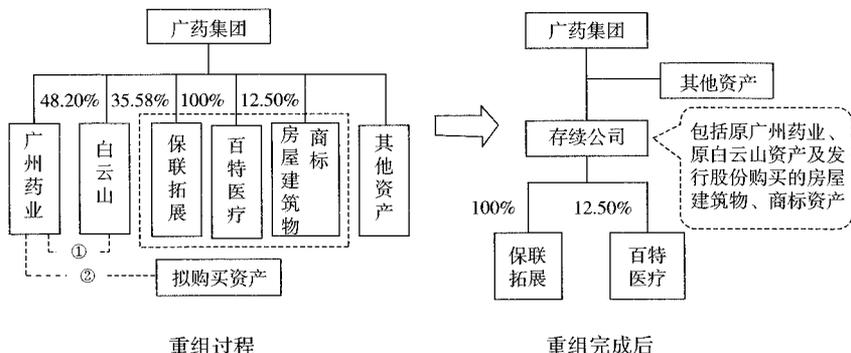


图1 重组前后资产变更图

通过上述交易,广药集团以广州药业为平台,实现了其主营业务资产的整体上市。本次重组完成后,广州药业作为广药集团下唯一的医药主业上市公司,考虑到白云山品牌的号召力和影响力,将广州药业证券简称变更为“白云山”。

2. 业绩承诺和补偿安排

广州药业和广药集团就本次重组完成后拟购买资产实际盈利数不足净利润预测数部分之达成《净收益补偿协议》,协议规定:在重组实施完毕日后的三个会计年度内,采用收益法评估房屋建筑物依据的预测净收益分别为 689.38 万元、681.42 万元和 1008.18 万元;采用收益法评估商标依据的预测净收益分别为 183.42 万元、217.28 万元和 233.49 万元。若任一年度标的资产实现的实际净收益低于其采用收益法评估时依据的预测净收益,则就不足部分,广州药业将以总价 1 元的价格定向回购广药集团持有的一定数量广州药业股份并予以注销;反之,则广药集团无须对广州药业进行补偿。

3. 重组前后主要业绩数据的变化及对吸并方市值的影响

随着白云山全部资产负债、拟购买广药集团资产的注入,本次重组使得新广州药业的总体规模大幅增加。截至 2012 年 6 月 30 日,重组后新广州药业的总资产、净资产、营业收入和净利润均大幅增长。

重组前后主要业绩数据变化表

2012年6月30日(亿元)	重组前	重组后	变化
总资产	57.69	93.77	62.54%
净资产	40.33	57.86	43.47%
营业收入	34.98	56.50	61.52%
归母净利润	2.17	4.30	98.16%
每股收益	0.26	0.33	26.92%

此外,从2011年11月7日开始停牌到2013年7月5日重组全部完成,广州药业的股价从13.14元涨到35.21元,涨幅达到167.96%;市值从88.52亿元增加至424.57亿元。

(二) 方案相关背景及选择过程

广州药业本次重组系资本市场首例涉及沪、深、港三地交易所的上市公司整合,涉及多个监管部门和多个市场股东,利益博弈复杂,协调难度大。同时,本次重组方案需面对不同市场带来的规则、法规和程序的差异,公平保护两家上市公司在沪、深、港三地的投资者利益。

1. 选择“换股吸收合并”而非“上市公司卖壳”

在选择重组方案时,广药集团选择了“换股吸收合并+定向增发收购集团剩余资产”,而未选择“定向增发收购白云山股权及集团剩余资产+资产置换+卖壳”。原因主要是公司认为,前者是较为彻底的整体上市方案,并且基于市场定价的重组方式易于被监管部门及投资者所认可;后者可操作性相对较差,因为不论广州药业还是白云山都不是典型的“壳”资源,对借壳方要求较高。并且,如果整体上市方案中还十有八九考虑卖“壳”,无疑将增加方案实施的复杂程度和获得监管部门审核通过的不确定性。

2. 合理选择上市平台,减少操作难度

本次重组选择上交所上市公司——广州药业作为上市平台,提高了方案的可操作性。主要原因是,广州药业同时在上交所和香港联交所上市,因此如果以深交所上市公司——白云山为上市平台,则不仅需要广州药业A股股票在上交所退市,而且需要H股股票在香港联交所退市,

或者白云山在香港联交所增发 H 股用于原广州药业 H 股换股。这将明显增加方案的操作难度,甚至导致广药集团错过整体上市的市场时机。

3. 扩大被吸并方股东现金选择权的授予对象范围

《公司法》第 142 条规定,“股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份的,公司应依照规定收购本公司股份,收购的股份应当在六个月内转让或者注销”。实务中,为避免产生要约收购义务,通常由独立第三方作为现金选择权和异议股东收购的提供方,而非由上市公司回购。

本次重组中,考虑到被吸并方白云山的每股收益高于吸并方广州药业,其盈利能力强于广州药业,因此广药集团对被吸并方除广药集团及其关联方之外的全体股东授予现金选择权,对吸并方广州药业 A 股和 H 股股东中的异议股东给予收购请求权,白云山全部股东享有现金选择权。这一方案的设计,符合实务中的处理方法,并且在未给予白云山股东换股溢价的前提下,有利于保护白云山股东的利益。

4. 境内与香港信息披露协调

内地与香港在重大资产重组事项监管方面存在一定的区别,主要体现在:(1)审批方式不同。内地为:交易所监管信息披露,中国证监会对重组方案进行实质性审核;香港为:交易所监管信息披露,香港证监会对重组方案不做实质性审核。(2)停牌要求。内地为:规则对重组进程中的各个时点是否停牌有明确的要求;香港为:无具体要求,由上市公司根据是否涉及股价敏感信息自行决定是否申请停牌。

在本次重组进程中,由于涉及沪、深、港三地交易所,因此两公司的信息披露和停复牌需要同时满足三地要求,并做好协调一致。这就要求吸并相关各方需就信息披露口径、停牌与否等事项,与三地交易所进行充分沟通,以保证协调步调一致,从而最大限度地保护不同市场投资者的利益。广州药业和白云山的重要公告和停复牌协调情况如图 2 所示:

	上交所	香港联交所	深交所
2月29日召开董事会，3月28日公告、股票复牌	已于2月29日前审核完毕，可随时披露	已于2月29日前审核完毕，可随时披露	3月27日审核完毕，通知3月28日复牌
6月15日召开董事会，6月19日公告	6月18日未停牌	H股6月18日停牌一天	6月18日未停牌
9月19日召开股东大会，9月20日公告	三地交易所一致		
自4月26日白云山A股票终止上市直至换股实施完成	广州药业A股及H股票不停牌		白云山A终止上市

图2 广州药业和白云山重要公告和停复牌情况

四、本次方案涉及的主要难点

(一) 跨市场换股难点及处理过程

本次换股吸收合并，是首例沪市上市公司跨市场吸收合并深市上市公司，需要将深市白云山的股东跨市场转登记至沪市。同时，白云山股票为融资融券标的证券，本次重组也成为市场首例涉及融资融券信用账户跨市场转登记的案例。

换股分为证券转换和跨市场转登记两部分进行：(1) 证券转换是指对投资者持有的白云山股份按照换股吸收合并方案确定的换股比例转换成相应数量的广州药业A股股份；(2) 跨市场转登记是指白云山股票终止上市后，广州药业根据退市持有人名册和投资者沪深A股账户对应关系，制作沪市初始登记数据，向中登公司上海分公司申请投资者持有广州药业A股股份的初始登记。在这样一个重大无先例的转登记过程中，涉及以下几个难点问题：

1. 换股与终止上市的先后顺序

深交所的上市规则中，被吸收合并不属于深交所规定的终止上市情形之一。之前的深交所上市公司被吸收合并的案例中的吸并方均为深

交所上市公司,换股完成后,深交所依据上市规则中关于不满足股权分布比例的要求批准被吸并方终止上市。但在本次重组中,如果先换股再终止上市,则会出现投资者在中登深圳账户登记上交所上市股票情形,不符合深交所上市规则。因此,在处理过程中,先终止上市再实施换股,白云山也成为深交所首例因被吸收合并而被批准股票终止上市的案例。由此,本文建议沪深两所上市规则将上市公司被吸收合并这一类“主动退市”的情况列为“终止上市”的情形之一。

2. 融资融券信用账户转登记问题

白云山股票作为融资融券标的证券,涉及融资交易和融券交易。对于融券交易,投资者融券卖出白云山 A,因此信用账户不涉及转登记问题,只要日后投资者买入广州药业即可还券。对于融资交易,投资者融资买入白云山 A,如果投资者不实施换股转登记,则无法卖券还钱。针对该问题,通常的解决方案是在保持担保比例不低于 300% 时,将券转出到普通账户,然后投资者卖券还钱,了结交易,但这样会导致白云山 A 股价下跌。因此,本次重组提出了创新的解决方案:初始确认时,将券转到经券商及投资者确认的沪市信用账户或普通账户;补登记时,再转到沪市普通账户。如此一来,即维护了股价,也有利于重组的顺利进行。

(二) 两地不同的“关联关系”认定要求,影响现金选择权和异议股东收购请求权提供方的确定

我国内地和香港法规对“是否存在关联关系”的认定标准不尽相同。根据内地的关联关系规则,对于受同一国有资产管理机构控制的法人,不因此形成关联关系。相反,香港的法规则认定这种情况也会构成关联关系。关联关系的认定将直接影响现金选择权和异议股东收购请求权的提供方的确定。本次重组中,对于广药集团原已确定的现金选择权和异议股东收购请求权的提供方——广州珠江实业集团有限公司、广州港集团有限公司及越秀证券控股有限公司,香港证监会以“提供方隶属于广州市国资委,董事受广州市国资委委任及提供方可获得的收益仅为资金占用费,不具一般商业条款的基础”为理由认定上述提供方不具独立性,不予认可为适格的现金选择权和异议股东收购请求权提供方。

究其原因,近年来境外中资上市公司融资环境发生变化,香港证监会对境内国有企业一致行动人关系的认定标准收紧,原有的市场先例不

再具备可参考性。按照现行香港证监会关于强制要约收购的相关规定，广药集团最终明确了能够被香港证监会接受的可行的提供方：（1）确定一家省级以上国有企业作为广州药业异议股东收购请求权提供方；（2）确定一家非国有企业作为白云山现金选择权提供方。

在广药集团不提供保证的情况下，要寻找到非广州市国资委控股的具备履约能力的提供方，为此次重组方案的实施增添了难度。

（三）重组业绩补偿及其实施

本次重组方案中，大股东广药集团仍留有部分同业资产暂不纳入新上市公司拟购买资产范围。这些资产包括“王老吉”系列等 33 项商标，以及广药总院资产。暂不纳入的主要原因是，“王老吉”商标存在法律纠纷，广药总院尚未完成公司制改革，转让存在法律障碍。为了解决同业竞争问题，保证置入资产的完整性，本次重组方案作了如下安排：一是广药集团与广州药业约定，在“王老吉”系列商标未注入广州药业前，由广州药业托管并收取相应的托管费用；二是广药集团承诺，待王老吉商标全部法律纠纷解决，自可转让之日起两年内，将按照届时有效的法律法规的规定，在履行相关报批手续后，将“王老吉”系列等 33 项商标依法转让给广州药业；三是广药集团承诺，待广药总院完成公司制改建、股权可转让之日起两年内，将按照届时有效的法律法规的规定，择机将广药总院 100% 股权依法转让给广州药业。

上述承诺尽管考虑了相关资产的实际情况，但从承诺后续的实际履行和落实上看，上述承诺的可操作性和约束力较差，导致承诺能否真正被践行存在较大的不确定性。而且，由于上述承诺条款设定了一系列前置条件，导致上市公司和投资者在广药集团实质性违背承诺时，仍可能无法向广药集团主张违约责任。2014 年 2 月 14 日，根据《上市公司监管指引第 4 号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》和监管部门的要求，广州药业才明确上述两项承诺的具体履行时间分别为 2015 年 1 月 20 日和 2015 年 6 月 27 日，并承诺将敦促广药集团尽快履行承诺。此后，2014 年 12 月 18 日，广药集团却向上市公司提出关于修改“王老吉”系列等商标注册注入承诺，拟将原承诺中的履约期限修改为：待“红罐装潢纠纷案”判决生效之日起两年内。同时，上市公司广州药业也未见采取有效措施敦促广药集团履行承诺，相反公

司董事会审议同意广药集团的延期履行要求。

正是由于重组方案中的承诺条款设计不严,考虑不够周密,导致后续的承诺履行存在诸多变数,且缺乏相应约束力和补救、补偿措施。因此,应进一步规范重组承诺条款,使承诺具有可实际操作性,并能对承诺作出方形成有效的约束力,在承诺方违背承诺时,应向上市公司和投资者承担相应的违约责任,对上市公司作出相应的补偿或补救,上市公司也可以采取有效的措施向其追索。

五、本次方案实施完成后的产业效果评价

(一) 整合现有资源,打造完整医药产业链

通过本次重组,广药集团主要医药资产和业务将集中于广州药业这一单一上市平台架构内。这一架构有利于广州药业对拥有的医药产业资源进行全面、系统整合,主要表现为生产设施的归并和优化利用、产品组合的调整和集聚、市场营销网络的整合及财务资源的共享,以及医药研发、医药工业、医药商业板块之间的协同及联动发展。尤其值得关注的是,未来广州药业可使用“白云山”这一驰名商标,这样大大节省了经营成本。

新上市公司将拥有包括医药研发与制造、医药分销与零售在内的完整产业链,产品资源更为丰富,品种更加齐全。新广州药业将整合广药集团现有主要医药资产,通过内外部的双向一体化和后向一体化发展,形成较为完善的研发、生产、流通及终端产业链。提高品牌价值和影响力。本次重组完成后,新广州药业将在整合品牌资源的基础上,推动大品牌战略,实现品牌营销策划模式由零散企业品牌向统一的集体战略品牌群转变,并在振兴大南药的基础上,发展大健康产业,将品牌价值从传统医药产品向新的大健康产品辐射。

(二) 国企整体上市排头兵,三地重组挑战新高度

作为广州国资国企整体上市的先行军,广药集团本次重组也被市场各方看作是改革试点的一个样板。广州国资正在依托资本市场促进本地国有企业做强做大,引导和鼓励上市公司进行并购重组,将优质资源集中于上市公司,支持国资上市公司做优做强。作为广州市国企的领军

企业之一，广药集团通过本次重组，将进一步顺应国资国企改革的趋势，完善上市公司治理结构，充分接受股东监督，进一步健全科学化、市场化的业绩考核机制和激励机制。若本次重组顺利完成，无疑将为后续其他国有企业加快重组步伐起到积极的示范作用。

由于广州药业在上交所及联交所同时上市，而白云山在深交所上市，广药集团此次重组不仅将对我国医药行业产生深远的影响，同时也将开创国内企业集团跨沪、深、港三地交易所整体上市的先河，形成资本市场的经典案例。

通过本次重组，将原分散在广州药业、白云山这两家上市公司及集团内的医药资产纳入广州药业统一上市平台，并进行全面的梳理和整合。基本解决了上市公司与控股股东及其关联人存在的潜在同业竞争问题，进一步促进上市公司规范运作、提升治理水平，切实保护社会公众股东的利益。

六、案例点评

从实施背景看，此次吸收合并为顺应全球医药市场发展趋势，我国医药产业将出现新一轮的整合优化，市场竞争将更激烈，医药行业将面临通过兼并重组做大做强的历史性机遇。同时，国有企业面临利用资本市场的并购重组做大做强、有效整合资源的国企体制机制改革。体制改革和行业发展的双重驱动，促成了本次交易的发生。

从实施难度看，广州药业吸收合并白云山，是首例沪市公司跨市场吸并深市公司的案例，同时涉及上海、深圳和香港三地的上市规则。在换股操作、终止上市情形、关联关系认定等问题上克服了较多重大无先例的法律和技术难题，可为后续的案例提供借鉴。

从实施效果看，通过换股吸收合并的资本运作方式，不仅能避免企业现金周转压力，低成本地将品牌、专利以及商誉等无形资产及企业产业资源进行有效整合，还可以使企业资本结构与产权结构得到优化，实现企业价值链的有效管理，快速实现企业规模的扩张和资源的整合，进而推动企业集团的资源及资本优化配置并实现其产值最大化。