

摘要	
涉及人士	公司 A 至公司 X — 2018 年被聯交所拒絕上市申請的主板及 GEM 上市申請人 ¹
事宜	就聯交所為何拒絕若干上市申請提供指引
《上市規則》	《主板上市規則》第 2.06 條及第八章 《GEM 上市規則》第 2.09 條及第十一章
相關刊物	HKEX-GL68-13、HKEX-GL68-13A、HKEX-GL99-18、 HKEX-LD92-2015、HKEX-LD100-2016、HKEX-LD107-2017 及 HKEX-LD119-2018
議決	聯交所拒絕該等上市申請

背景

1. 聯交所留意到，2018年上市申請被拒的數字遠較往年高。這反映聯交所在評估申請人是否適合上市，並酌情釐定是否有事實及情況令人合理相信申請人上市後很可能招致投機買賣或因其上市地位而被收購時（見指引信HKEX-GL68-13A），比以往更加嚴格。
2. 聯交所對上市申請人進行的審查屬於定性審查，並不單看定量標準，研究申請人是否適合上市也是作通盤考慮。審批過程會考慮到多項因素，但現時將更着重申請人(i)申請上市的商業理據，是否真有集資需要；及(ii)其估值及所用的方法。

拒絕理由

3. 聯交所拒絕申請時所考慮的因素概述如下。有關被拒申請的個別背景詳情見附錄一。
4. 是否適合上市：
 - (i) 沒有需要上市的商業理據（15名申請人），並非真有集資需要²

¹ 不包括被證券及期貨事務監察委員會根據《證券及期貨(在證券市場上市)規則》第 6(2)條拒絕的兩宗 GEM 上市申請。

² 該理據不適用於兩名遭拒絕的申請人；其中一名是申請以介紹方式上市，並不牽涉集資，另一名則表示申請上市是為了促使股東多元化及增加流動性。

- a. 未能為擬進行擴充計劃提供充分的商業理據。此外，申請人擬進行的擴充計劃與過往業務策略及財務表現不符。
- b. 未能解釋首次公開招股所得款項用途如何符合商業需要；有申請人擬將首次公開招股所得款項淨額用於購置土地 / 物業作為展銷場地、辦公室或零售店之用，但自置物業比租賃物業所能節省的成本微乎其微。
- c. 未能證明真有集資需要，因為業務紀錄期內申請人只靠內部資金作為業務營運之用，理應能夠繼續以內部資源及 / 或債務融資作為建議中各項擴充計劃的資金。

(ii) 估值沒有根據 (三名申請人)³

未能解釋為何預測市盈率高於同業；挑選同業的理據；以及因應往績和利潤預測，其估值何以是合理估值。

(iii) 包裝上市

一名申請人未能證明近期重組歸入上市集團的不同公司在業務紀錄期內是以單一經濟單位營運，令人覺得申請人重組只是為了符合上市規則的資格規定。

(iv) 財務表現倒退

一名申請人在業務紀錄期的財務表現大倒退，而涉足新業務領域以作多元發展是新近之事，新業務的長遠前景尚不明朗，沒有足夠理據能令人相信其財務表現會有好轉。

(v) 董事 / 有重大權益關係人士或控股股東不適合 (三名申請人)

有關申請人的董事 / 有重大權益關係人士或控股股東過往曾干犯不誠實行為的罪行而使其誠信備受質疑，而由於他們對申請人業務紀錄期的營運及管理有很大的影響力，令申請人不適合上市。

(vi) 業務是否可持續

申請人在業務紀錄期的絕大部分收入都來自其控股股東經營的另一項業務。申請人的業務與控股股東的業務之間的分隔不符合行業慣例，與控股股東的安排沒有按一般商業條款進行，與獨立客戶的安排能否產生相近的銷售額亦不確定。

³ 其中一名申請人純粹是因為這個原因而遭拒絕，餘下兩名申請人遭拒絕的理由則還包括缺乏商業理據。

5. 不符合上市資格：

- (i) 扣除非日常收入後未能符合最低純利規定。
- (ii) 未能符合由GEM轉主板的資格規定。

6. 其他：

- (i) 保薦人未能符合獨立規定。

申請人背景

消費者服務業		
公司	背景	拒絕原因
A公司	<p>A公司在中國租賃及經營獨立高端零售購物中心。A公司大部分收入來自(i)分租購物中心零售單位；(ii)向商戶提供物業管理服務。於業務紀錄期間的最後一年，A公司亦開始向中國的物業開發商提供諮詢服務。</p> <p>業務紀錄期間，A公司的業績大幅倒退。A公司試圖轉虧為盈，但其購物中心地理位置欠佳，努力未見成效，再加上陸續有新落成的購物中心，預期競爭會加劇。儘管A公司嘗試開源，但有關的諮詢業務收入不多，而且經營歷史尚短、業務又以項目為主，表現難有保證且高度波動。</p>	業務紀錄期財務業績倒退，且無充分理由相信情況會好轉。
B公司	<p>B公司在新加坡經營集合品牌的孕嬰童產品零售店。上市集資所得款項計劃用作：(i)本地擴充計劃的部分資金；(ii)進行戰略收購；及(iii) 升級現有零售店。B公司認為在香港上市將有助提升其對新加坡的中國遊客的形象。</p> <p>於業務紀錄期，B公司收入及溢利倒退，亦面臨市場需求下跌及線上零售的競爭，業務恐會繼續受壓。此外，其財務表現倒退，B公司未有充足理據證明有需要大幅拓展其零售網絡並展開收購，況且其亦有大量現金及 / 或銀行信貸融資可作為擴充計劃的資金。</p>	缺乏商業理據，因此非真有集資需要。
C公司	<p>C公司是新加坡的電子泊車系統供應商。</p> <p>C公司於首次遞交上市申請後始終未能就集資所得款項的擬定用途提供合理的商業理據，最終申請失效。其後重新遞交申請時，C公司修訂了集資所得款項用途，當中包括在香港購入物業，作為拓展業務、進軍香港市場的其中部分計劃。因應聯交所的提問，C公司其後決定改為在香港租用物業，並於審批期間多次修改其集資所得款項用途。C公司多次修改集資所得款項用途而又未能解釋箇中理由，讓人懷疑其拓展戰略及上市理由的真實性。</p>	缺乏商業理據。
D公司	<p>D公司是向新加坡客戶提供洗衣及亞麻布管理服務的公司。</p> <p>D公司未能就其特高的預測市盈率提供合理解釋。於業務紀錄期，D公司的收入及溢利增長有限，無法證明其增長能符合業內發展速度。此外，D公司也未能解答其證券是否有充足市場的相關問題。</p>	估值沒有根據。
E公司	<p>E公司(i)向中國的網上約車服務供應商出租汽車；及(ii)幫助汽車買家申請車牌及汽車貸款（「代理服務」）。</p> <p>E公司於業務紀錄期超過90%溢利來自代理服務，而這些代理服務主要提供予E公司控股股東所經營的代理公司（「關連商鋪」）的客戶。於業務紀錄期，代理服務業務均依賴關連商鋪的僱員去招攬客戶。</p>	不符合市場常規的安排，令人對其業務的可持續性存疑。

	<p>若扣除代理服務業務，E公司於業務紀錄期的業績將呈淨虧損。此外，代理服務通常是汽車代理所提供的配套服務，少見由個別實體提供。</p> <p>代理服務的業務分隔並不合行業慣例，而且按E公司與獨立代理公司所訂立的合作協議，其與關連商鋪的安排也非按一般商業條款進行，實在不能釋除對E公司是否適合上市的疑慮。所以，E公司被認為不適合上市。</p>	
F公司	<p>F公司在香港提供婦產科醫療保健服務。</p> <p>X先生（F公司的控股股東、創始人、主席、執行董事兼行政總裁）曾因避稅接受調查，儘管後來與相關稅務機關達成和解安排，但當局仍發出函件指X先生是蓄意避稅。</p> <p>評估X先生是否適合出任上市公司董事時，聯交所考慮了以下因素：(i)當局對X先生施加的罰款分別是少付稅款的118%及104%；及(ii)稅務審計歷時五年，其間X先生並未能向稅務機關證明自己不是有意避稅。考慮到上述因素，X先生並不具備公司董事正常應有的必要誠信及操守。</p>	董事人選曾行為失當而不適合。
G公司	<p>G公司在香港擁有及經營一家酒店，擬從母公司分拆以作上市。</p> <p>G公司僅提供了樣板化的上市理由，包括增加未來收購或翻新的融資靈活度。於業務紀錄期，G公司擁有(i)充足的營運現金流；(ii)大量現金及銀行結餘；及(iii)未動用的銀行融資。</p>	缺乏商業理據。

地產建築業		
公司	背景	拒絕原因
H公司	<p>H公司在香港及澳門製造及銷售建築工程所需的鋼鐵產品並提供相關的建築及配套服務。上市集資所得款項計劃用於收購土地，擴充生產設施。</p> <p>於業務紀錄期，H公司的財務表現倒退、產能過剩，卻計劃將上市所得款項用於擴充業務，但需求未見增長配合。此外，H公司與同業的估值相比亦存疑，H公司亦擁有大量現金及 / 或銀行融資可用於擴充計劃。</p>	缺乏商業理據，因此非真有集資需要；估值沒有根據。
I公司	<p>I公司遭停牌，擬透過收購另一家在中國開發及銷售住宅及商品房的公司（「目標集團」）而尋求復牌。</p> <p>於業務紀錄期之前，目標集團曾收取中國政府發出的一次性補助金，用作發展及經營培訓機構。然而，市場對培訓機構的需求不符預期，目標集團將發展項目的一部分售予第三方並從中錄得收益（「出售收益」）。出售收益被列作「其他收益」。</p>	不符合最低純利規定。

	由於(i)培訓機構的補助以及培訓機構的建造及後期出售均不屬目標集團的日常業務範圍，也不是經常項目；及(ii)一次性補助及出售收益的會計處理與目標集團其他發展項目不同，計算I公司是否符合《主板規則》第8.05(1)條的規定時並不包括出售收益。	
J公司	<p>J公司為香港及澳門的商用及住宅物業提供裝修服務。上市集資所得款項計劃用於收購香港及中國內地的新商用物業。J公司先前曾租賃該等物業。</p> <p>J公司聲稱新物業可大幅提高其招標成功率，但未能提出實質證據，也未能證明自置物業可令顧客受益的程度。由於J公司的分析並沒有計及保養維修和利息開支，自置物業究竟能比租賃物業節省多少並不清晰。</p>	缺乏商業理據，因此非真有集資需要。
K公司	<p>K公司是香港的一家分包商，提供模板工程及配套服務。上市集資所得款項計劃用於收購(i)新商用物業；及(ii)設備，以配合業務擴充計劃。</p> <p>K公司聲稱自置物業可提高其于客戶心目中的形象，但由於客戶不會知悉有關物業是自置物業，K公司未能證明自置物業有何競爭優勢。至於其他諸如把握市場需求、改善企業管治常規等等上市目的，亦不一定要上市才可實現。此外，由於K公司並無計算相關折舊開支，K公司自置物業及設備最終能節省多少開支並不清晰。</p>	缺乏商業理據，因此非真有集資需要。
L公司	<p>L公司是新加坡一家從事供水、衛生及煤氣工程的分包商。上市集資所得款項計劃用於收購(i)商用物業；及(ii)設備及機械。</p> <p>L公司擁有大量現金結餘、未動用銀行融資以及大筆應收貨款及其他應收款項。L公司自身資源中可即時動用的款項已足以支付其建議擴充計劃的開支。此外，(i)建議中的物業收購並非即時進行，L公司還有其他資源可用作收購計劃的資金；及(ii)在當前低息的大環境下，L公司可透過債務融資收購物業，該公司的上市理由並不充分。</p>	缺乏商業理據，因此非真有集資需要。
M公司	<p>M公司在香港及內地銷售建築及家裝產品。上市集資所得款項計劃大部分用於開發新產品及增設零售店（「擴充計劃」）。</p> <p>M公司未能提供其擴充計劃的理據，這是因為(i)新產品業務所需的營運資金的數量及規模尚不明確；及(ii)M公司零售店的數目於業務紀錄期一直縮減，M公司已採納分銷商模式，使其可在並無自營實體店的地區拓展業務，而毋須產生重大開支。</p> <p>M公司預期上市時估值會高於同業。然而，考慮到其過往及預測的溢利都是零增長，加上業務紀錄期間M公司各店鋪的平均收入均有退減，有關的估值並無根據。</p>	缺乏商業理據，估值沒有根據。
N公司	<p>N公司是香港一家從事地基工程的分包商。</p> <p>N公司由Y先生與太太於1994年共同創立。兩夫婦共同經營N公司，直至2014年Y先生退休。退休後，Y先生在N公司旗下兩家營運附屬</p>	董事人選曾行為失當而不適合。

	<p>公司擔任董事，同時亦擔任N公司的高級顧問。</p> <p>Y先生曾因賄賂罪入獄，雖然已事隔20多年，但Y先生為了N公司而提供回佣的罪行對其品德及誠信造成惡劣的影響。</p> <p>聯交所在做決定時還考慮到Y先生是(i)N公司其中一名執行董事的配偶；(ii)N公司的聯合創辦人；(iii)持有N公司股份的家族信託的委託人；及(iv)N公司兩家主要營運附屬公司的董事。此外，Y先生繼續置身N公司高級管理層，與當中的其他成員有長期合作關係。</p>	
O公司	<p>O公司在香港提供供水及排水服務。上市集資所得款項計劃用於收購大幅土地，作為擴充計劃的其中一部分。</p> <p>O公司一直以來都是依靠租賃物業提供服務，自置土地以建立倉庫與過往業務戰略並不吻合。O公司又指擴充計劃有助其提供應急服務而獲得額外收入，提高市場份額，但卻未能提供相關證據。此外，O公司僅計劃使用有關用地的約一半地方，解釋不了其何以需要如此大幅土地。</p>	缺乏商業理據，因此非真有集資需要。

工業		
公司	背景	拒絕原因
P公司	<p>P公司在澳門提供機電工程服務。上市集資所得款項計劃主要用於增聘人手及收購物業作倉庫及工場之用。</p> <p>P公司未能證明其業務經營有需要增聘人手或收購倉庫物業，原因如下：(i)該行業的前景以及P公司的項目積壓，及其建議擴充的理據並不明確；及(ii)過去其不依靠需要工場才可提供的額外服務也能實現業務增長。</p>	缺乏商業理據，因此非真有集資需要。
Q公司	<p>Q公司在新加坡提供港口物流服務。</p> <p>Z太太是Q公司的創辦人、控股股東、主席兼執行董事。Z先生是Q公司唯一營運附屬公司(「附屬公司」)的創辦人。雖然Z先生在Q公司或附屬公司均已無任何職務，但其曾任附屬公司董事15年，且有權簽署付款憑證及支票。2010年，Z先生因涉及挪用另一家公司的資金而被判一項不誠實罪名，令人質疑其個人誠信。</p> <p>考慮到Z先生曾在附屬公司擔任多項職務，加上其與Z太太及其他高級管理層的關係，聯交所認為Z先生是有重大利益關係的人士。其失當行為導致其不適合擔任董事。</p>	董事人選 / 有重大權益關係人士曾行為失當而不適合。
R公司	<p>R公司為一家香港物業中介，向香港買家銷售海外房產。上市集資所得款項計劃用於擴充業務、進軍內地市場。</p> <p>R公司並無在內地經營的經驗，亦無提供相關理據，令聯交所無從評</p>	缺乏商業理據。

	估R公司(i)能否跨越進軍內地開展業務的壁壘；或(ii)如何得出各項假設及收支平衡分析。	
S公司	<p>S公司是香港出租起重機及平板車的公司。上市集資所得款項計劃用於收購一大幅土地，作為擴充計劃的一部分。</p> <p>S公司一直以來的業務經營並不需要自置房地產，並未能提出確實證據證明自置中央停車場地可以帶來的財務收益。此外，擴充計劃與業內慣例不符。S公司的負債比率相對較低，再加上擁有大量現金結餘，S公司未能證明為何其擴充計劃必需靠上市所集取的資金。</p>	缺乏商業理據，因此非真有集資需要。

消費品製造業		
公司	背景	拒絕原因
T公司	<p>T公司採購及銷售集成電路產品，並為香港及內地的客戶提供應用解決方案及設計服務。T公司在香港及內地共有五家主要附屬公司，分稱為「香港集團」及「內地集團」。</p> <p>業務紀錄期間，T公司控股股東應佔溢利勉強符合《上市規則》第8.05(1)(a)條的最低規定，香港集團及內地集團無一可以單獨符合上市資格。</p> <p>於T公司重組前，香港集團由A先生全資擁有，內地集團則由B先生與太太全資擁有。於2017年重組後，香港集團與內地集團的權益轉移至T公司，而T公司分別由A先生持有90%及由B太太持有10%權益。</p> <p>A先生、B先生及B太太於業務紀錄期的第三年簽立了確認文據，確認香港集團與內地集團自2011年以來的合作業務安排，以及確認兩者過去管理各自集團時均一直是一致行動。</p> <p>儘管有此確認文據，T公司仍不能證明香港集團及內地集團確實是以綜合集團形式營運，因為兩邊控股股東並無擁有對方集團公司任何股本權益、擔任董事或管理職位，亦無任何正式協議文件可以證明兩邊控股股東於對方集團公司任何盈虧擁有任何權利。</p>	包裝上市
U公司	<p>U公司在香港及內地分銷汽車及提供相關服務，原於GEM上市，後申請轉主板上市（「轉板申請」）。</p> <p>在轉板申請前的12個月內，U公司因嚴重違反《GEM規則》而被聯交所進行紀律調查，因此並不符合《主板規則》第9A.02(3)條規定的轉板申請規定。</p>	不符合從GEM轉主板上市的資格規定。

V公司	<p>V公司供應電子零件，在GEM上市，後申請轉主板上市。</p> <p>保薦公司A是V公司當年在GEM上市時的獨家保薦人，上市後亦擔任V公司的合規顧問。及後V公司申請從聯交所GEM轉往主板上市，亦是由保薦公司A擔任獨家保薦人。儘管保薦公司A除了出任V公司合規顧問一職以外並無與該公司有任何業務關係，但仍會予人保薦公司A難以客觀評核V公司合規紀錄之感，因為保薦公司A要檢視自己過去擔任V公司合規顧問期間的工作。關於此種個案的詳細討論，請參閱指引信HKEX-GL99-18。</p>	保薦人並非獨立。
-----	--	----------

金融業		
公司	背景	拒絕原因
W公司	<p>W公司主要業務為在中國提供財務顧問及稅項解決方案服務。</p> <p>於業務紀錄期，W公司純粹依靠內部資金應付營業所需，在上市申請前三年並無銀行借款。W公司上市集資所得款項計劃用於(i)收購中國其他城市(「目標市場」)的商用物業以擴展版圖；(ii)攝製一系列宣傳短片；及(iii)打造全國性的「知識中心」，宣傳其服務。</p> <p>W公司一直能夠在未有自置辦事處的情況下於目標市場內開發客戶群，並在整個業務紀錄期間一直保持正數的營運現金流，故無法解釋其收購物業及集資的需要。</p>	缺乏商業理據，因此非真有集資需要。

原材料業		
公司	背景	拒絕原因
X公司	<p>X公司是在馬來西亞經營金礦開採業務的公司。其股份在新加坡交易所上市，並尋求在主板作雙重主要上市，以期拓展股東群並使股份有較大的流通量。</p> <p>X公司表示對香港投資者而言，X公司是中國採礦公司以外的另一投資選擇，可為香港投資者提供投資地點多樣化的好處。然而，香港的機構投資者現時已能透過新加坡交易所投資X公司，若然X公司在香港上市，其香港股份亦可與新加坡股份互換。此外，相較於X公司自行挑選而有盈利能力的同業，X公司2017年末計利息及稅項的純利率不及同業，自詡是有吸引力投資項目之說成疑。</p> <p>流動性方面，X公司稱其日均成交量佔已發行股份總數的百分比高於在香港上市的12家中國黃金採礦公司的平均數字，與其指在香港上市能增加股份流動性的說法自相矛盾。</p>	缺乏商業理據。