

## 香港交易所上市決策

HKEx-LD37-2012（於2012年9月刊發）

（於2019年3月撤回；並由HKEX-GL68-13取代）

摘要	
涉及人士	甲公司——創業板上市申請人
事宜	甲公司財務表現持續轉差及業務前景不明朗會否令其不適合上市
上市規則	《創業板規則》第2.06、2.07、2.09及11.06條
議決	甲公司之批量散裝銷售及包裝銷售業務前景不明朗，令人質疑其可持續經營的能力。加上其他次要因素，如同業競爭及對控股股東之依賴，聯交所認為這些疑慮非單靠披露可以釋除。聯交所決定拒絕甲公司之上市申請。

### 實況

1. 甲公司主要在中國從事加工業務，並以原材料買賣為輔線業務。
2. 甲公司的招股章程載列第一至第三年的財務業績，並已向聯交所提交第四年的盈利預測以供審批。甲公司達到《創業板規則》第11.12A(1)條的最低現金流規定，並表示有足夠資金應付招股章程日期起計至少12個月的營運需求。

#### 財務表現持續轉差

3. 甲公司於第一至第三年的毛利率持續下滑，由逾6%下跌至少於2.5%。即使第二年及第三年的收入均見增長（第二年：60%，第三年：10%），甲公司仍於第三年錄得淨虧損逾200萬港元，並預測第四年虧損500萬港元。就算不計上市費用，純利率仍有下降趨勢：由第一年的1.5%跌至第三年的0.2%，預測第四年更只有0.1%。
4. 營業紀錄期內原材料成本佔已售貨品成本逾95%。期內於公開商品市場的相關原材料報價大幅波動（第一至第三年間的年度增幅分別為40%及25%）。甲公司未能完全將原材料成本的增幅轉嫁予客戶。過往對沖原材料價格的措施亦未見成效。有關虧損佔其除稅前溢利約30%。
5. 營業紀錄期內，出售製成品的毛利率甚至較買賣剩餘原材料的毛利率更低（例如第三年分別為2%及4%）。
6. 第二及第三年的融資活動均錄得重大匯兌收益淨額。若不計算這些匯兌收益，甲公司第二年的純利更少，第三年的虧損亦更沉重。

7. 營業紀錄期內，甲公司的利率覆蓋率由逾 2.5 倍降至低於 1 倍，加權平均利率則由約 2% 增至逾 5%。期內甲公司從控股股東處取得巨額免息貸款，但其利息開支仍一直持續上升。
8. 按照甲公司的收支平衡分析，甲公司若要在第四年轉虧為盈，必須在售價或銷量有逾 20% 增長。然而，根據其盈利預測，第四年的收入只有 2% 增長。  
甲公司批量散裝銷售及包裝銷售業務前景不明朗
9. 甲公司的產品以批量散裝及包裝形式出售。營業紀錄期內，甲公司主要以批量散裝出售產品。有見行業轉趨以包裝形式出售，甲公司自第一年起生產包裝產品，並計劃往後大幅擴充這方面的生產規模。
10. 自第二年起，若干地方政府對批量散裝銷售實施限制。甲公司部份營業紀錄期內的銷售屬於受規限範圍。
11. 包裝銷售分別佔第一至第三年收入的 1%、1% 及 2%，並預測第四年增至約 3%。這類銷售於第一及第二年各產生少於 100 萬港元毛利，於第三年及第四年更分別出現毛虧損及預測淨虧損。
12. 保薦人及甲公司董事均認為甲公司業務於上市後可持續經營，同時認為甲公司的建議擴充計劃可行及合適。

有關的《上市規則》

13. 《創業板規則》第 2.06 條訂明，《創業板規則》旨在確保投資者維持對市場的信心，尤其是確保申請人適合上市。
14. 《創業板規則》第 2.07 條訂明，《創業板規則》並非包羅一切可能情況，聯交所於其認為適當時可增訂附加規定，或規定上市申請須符合若干特別條件。
15. 《創業板規則》第 2.09 條訂明，是否適合上市須視乎多項因素而定。上市申請人應了解到符合《創業板規則》並不保證本身適合上市。聯交所保留酌情接納或拒絕申請的權利，而於作出決定時，聯交所會特別考慮《創業板規則》第 2.06 條所列的一般原則。欲知上市申請建議是否符合要求，可以向聯交所尋求非正式及保密的指引。
16. 《創業板規則》第 11.06 條訂明，發行人及其業務必須屬於聯交所認為適合上市者。

分析

17. 儘管創業板並無對擬上市公司設置盈利要求，但若公司未來財務表現不明朗亦可令人質疑其可否持續經營。若聯交所認為公司的業務模式不可持續經營，則會認為其不適合上市。
18. 聯交所考慮甲公司是否適合上市時，曾考慮到以下（並在較少程度上考慮到關於同業競爭及對控股股東之依賴程度）多個因素：

## 財務表現持續下滑

- (a) 甲公司於營業紀錄期內的財務表現持續轉差，第四年的預測亦無改善跡象。
- (b) 甲公司並無展示其於營業紀錄期內及往後期間管理原材料價格波幅風險的有效措施。
- (c) 甲公司製造業務的毛利率較其原材料買賣業務還低，難免令人質疑甲公司可否以此低毛利率持續經營。
- (d) 營業紀錄期內，甲公司受惠於近期人民幣兌美元的升值。然而，外匯匯率可大幅波動。若不計外匯收益，甲公司營業紀錄期內的業績會較財務報表所披露更差。
- (e) 甲公司依靠借貸來支持其日常營運資金。即使有來自控股股東的巨額免息貸款，其於營業紀錄期內的借貸成本仍持續上升。鑑於其盈利率低，日後借貸成本的任何升幅均可輕易抵銷其純利。
- (f) 根據其預測收入增長，甲公司難以達至收支平衡。

## 甲公司批量散裝銷售及包裝銷售前景不明朗

- (g) 根據第四年第一季的管理賬目，甲公司的收入已大幅下跌（第四年年度數字較第三年下跌 42%）。包裝銷售的增幅並未按預期成功抵銷批量散裝銷售的跌幅。
- (h) 包裝銷售之表現在過往及預測期內較批量散裝銷售更差（例如第三年及第四年第一季包裝銷售均出現毛虧損）。
- (i) 包裝銷售僅佔其營業紀錄期內收入總額約 1%。甲公司預測第四年的包裝銷售額會增至佔其收入的 3%。按此預測，仍難以令人相信包裝銷售如何可扭轉甲公司整體財務表現又或於往後產生足夠收益。

## 總結

19. 甲公司之批量散裝銷售及包裝銷售業務前景不明朗，令人質疑其可持續經營的能力。加上其他次要因素，如同業競爭及對控股股東之依賴，聯交所認為這些疑慮非單靠披露可以釋除。聯交所決定拒絕甲公司之上市申請。