

香港交易所上市決策
HKEx-LD30-2012 (2012年4月刊發)

涉及人士	甲公司——主板上市申請人 該集團——甲公司及其附屬公司 母公司——甲公司的控股股東
事宜	甲公司在財政及營運上對母公司的依賴會否令其不適合上市
上市規則	《上市規則》第 8.04 條；《上市規則》附錄一 A 第 27A 段
議決	聯交所質疑甲公司是否符合《上市規則》第 8.04 條所指的適合上市，原因是(i)甲公司未能證明其可在營運及財政上獨立於母公司；及(ii)甲公司嚴重依賴母公司，令人憂慮其業務是否可持續，故認為甲公司應採取實際行動，處理其對母公司過分依賴的問題，聯交所方會考慮再審理甲公司的上市申請。

實況

1. 甲公司是一間在中國生產「產品X」的製造商，是母公司（「產品Y」製造商）的附屬公司。
2. 該集團於營業紀錄期（包括第一、二、三年及第四年首六個月）之前一年開始經營母公司產品X生產單位的業務，向母公司及其他製造商供應產品X。該集團於第二年第三季首次向母公司出售產品X。
3. 甲公司根據《上市規則》第8.05(3)條申請上市，原因是甲公司於第一及第二年均錄得虧損淨額，未能符合《上市規則》第8.05(1)(a)條的盈利規定。
4. 該集團自第二年首次出售產品X以來，銷售予母公司一直為其帶來重大收入。母公司於第二、三年及第四年首六個月亦是該集團的最大客戶，佔該集團期內銷售總額逾75%。該集團預期日後銷售予母公司將佔該集團第四、五、六年各年的銷售總額逾50%。
5. 於第三年及第四年首六個月，該集團來自獨立客戶的銷售收入佔其總銷售收入少於25%。該集團申請上市時，與其訂有長期銷售合約的獨立客戶只有四家。
6. 母公司並就購買產品X而向該集團支付重大墊款，亦是該集團業務營運資金的主要來源，金額估計約為向母公司銷售額的20%，該百分比是獨立客戶支付的墊款的兩至四倍。於第一、二、三年年末及第四年首六個月期末，母公司的墊款介乎人民幣30至70億元。該集團將於15個月的營運資金預測期內收到母公司關於持續購貨的墊款約共人民幣20億元。

7. 母公司的財務表現受到業界持續衰退的困擾。於第四年第三季，母公司錄得虧損總額、虧損淨額以及流動負債淨額。
8. 甲公司於營業紀錄期內的營運表現及財務狀況波動不穩（例如第一及第二年有虧損淨額、營業紀錄期內一直有流動負債淨額以及截至第四年底的六個月有負營運現金流）。而受到其與母公司所處行業的低潮影響，甲公司第四年下半年的業績持續下挫。

有關的《上市規則》及原則

9. 《上市規則》第8.04條規定，發行人及其業務必須屬於本交易所認為適合上市者。
10. 《上市規則》附錄一A第27A段訂明，上市文件應列載一項聲明，以解釋發行人如何認為其在上市後能獨立於控股股東（及其緊密聯繫人¹）之外經營業務，並說明發行人作此聲明所基於任何事項的詳情。
11. 「上市決策」HKEEx-LD107-1訂明，「目前並無明確界線可斷定申請人是否極度倚賴個別的單一主要供應商或客戶以致不適合上市。」在評估申請人是否過分倚賴單一客戶時，聯交所會考慮該上市決策所載因素。

分析

12. 該集團於營業紀錄期內嚴重依賴母公司，導致聯交所憂慮該集團是否可獨立於母公司而營運，理由是：

營運上的依賴

- (i) 該集團於營業紀錄期內向母公司作出的銷售並無下降趨勢，預期上市後向其母公司銷售將會保持重大百分比。聯交所過去曾接納上市申請人在上市後有若干程度依賴銷售予母公司，因為該上市申請人的相關市場主要只有數家市場參與者。然而，聯交所認為甲公司營運的行業較為分散，因此情況有別；
- (ii) 儘管該集團計劃分散客戶基礎，但卻只與四家獨立客戶簽訂長期銷售合約（第三及第四年各簽了兩份合約），而相比該集團預期於同期售予母公司的銷售量，這些合約的銷售量並不重大；
- (iii) 該集團銷售產品X的能力可能會因本身行業疲弱、市場需求減少及平均售價急劇下跌而進一步削弱。產品X的平均售價於第四年第三季下跌超過30%，甲公司董事還預期下滑趨勢持續至第五年；

¹ 規則編號於2014年7月更新

財政上的依賴

- (iv) 母公司支付的墊款遠較獨立客戶的墊款多，因此聯交所認為母公司支付的墊款的重大百分比實際上是對該集團的財政援助。基於該集團目前有負營運現金流（見第8段），倘沒有母公司的墊款，該集團亦可能出現負現金的情況；及
- (v) 母公司的財務表現受到本身行業持續低潮打擊，倘母公司（該集團的最大單一客戶）的財務表現持續惡化，該集團日後的財務表現可能受到不利影響。

總結

13. 基於上文所述，聯交所認為：
 - (i) 甲公司於營業紀錄期內非常依賴向母公司作出的銷售。儘管預期此依賴情況會減少，但於上市後仍屬重大；
 - (ii) 該集團就銷售產品X收到母公司的重大墊款；
 - (iii) 母公司的財務業績受到本身行業的持續疲弱打擊；及
 - (iv) 因此，該集團在財政及營運上均需依賴母公司，而母公司於最近的財政期間均受到不利影響。該集團業務可持續與否因而其實非常依賴一家目前本身可否持續也非常不確定的公司。
14. 聯交所考慮過所有相關因素及情況後，認為甲公司未有證明其可在營運及財政上獨立於母公司，而甲公司嚴重依賴母公司亦令人憂慮其業務的可持續性問題，以及其是否符合《上市規則》第8.04條所指的適合上市。聯交所進一步認為，甲公司應採取實際行動處理過分依賴母公司的問題，聯交所方會考慮再審理甲公司的上市申請。