

## 香港交易所上市決策

HKEX-LD126-2020 ( 2020 年 6 月 )

摘要	
涉及人士	公司 A 至公司 R — 2019 年被聯交所拒絕上市申請的主板及 GEM 上市申請人
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、HKEX-LD119-2018 及 HKEX-LD121-2019
議決	聯交所拒絕該等上市申請

### 背景

1. 2019年被拒申請的百分比與上一年相若 ( 2019年：6%；2018年：6.45% )，全年有17宗 ( 2018年：20宗 ) 申請因不適合上市 (按指引信HKEX-GL68-13A界定)而被拒絕。
2. 聯交所對上市申請人進行的審查屬於定性審查，審核申請人是否合資格及適合上市也是作通盤考慮。審批過程會考慮到多項因素，但若聯交所有理由相信有關上市申請人申請上市的目的並非為其本身業務或資產發展，或其規模及前景均與其獲取上市地位所付出的成本或上市目的不匹配 (意即有可能成為「空殼公司」)，聯交所會更著重申請人申請上市的商業理據，因這直接影響申請人擬定集資所得款項的用途。聯交所在有上述懷疑時才會評估申請人是否真有集資需要，而不是獨立規定。

3. 換言之，如果公司能夠證明其使用集資所得款項的商業理據，聯交所便不會查核其是否有足夠的內部資金或銀行融資。只要能充分證明其有上市的商業理據，申請人良好的資產負債表及 / 或充裕的現金流量並不會使申請人處於劣勢。

### 拒絕理由

4. 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。

5. 是否適合上市：

- (i) *沒有需要上市的商業理據 ( 16名申請人 )，並非真有集資需要*  
申請人未能為擬進行擴充計劃提供充分的商業理據。此外，申請人就集資所得款項的擬定用途與過往業務策略不符，而申請人沒有清楚解釋差異原因。

- (ii) *估值根據不足 ( 三名申請人 )<sup>1</sup>*  
若申請人未能為申請上市提供充分的商業理據，聯交所亦可考慮該公司的估值以確定其是否適合上市。這三名申請人未能解釋：為何預測市盈率高於同業公司；挑選同業公司的理據；以及考慮到過往財務業績和利潤預測，其估值何以是合理估值。

- (iii) *董事 / 有重大權益關係人士或控股股東不適合 ( 一名申請人 )*

6. 不符合上市資格：

- (i) *扣除非日常收入後未能符合最低利潤規定 ( 一名申請人 )。*

\*\*\*

---

<sup>1</sup> 但三宗申請都不是純粹因為這個原因而遭拒絕。

消費品製造業		
公司	背景	拒絕原因
A公司 ( GEM 申請人 )	<p>A公司在香港銷售照明產品，並為香港建築施工及建築物翻新項目提供照明支援及安裝服務。</p> <p>它的集資目的是 ( i ) 收購提供緊急照明產品一關鍵部件的供應商 ( 「該供應商」 ) ; ( ii ) 購置一間新生產廠房; 及 ( iii ) 增聘銷售和市場營銷人員以及採購人員。</p> <p>公司擬進行的擴充計劃缺乏商業理據，因為 ( i ) 該供應商生產的只是A公司所銷售其中一種產品的關鍵部件，而且在交易紀錄期內，A公司出售該產品所得收入相對較低 ( 10%-20% ) ; ( ii ) 新廠房預計可為A公司每年節省的成本微乎其微 ( 佔公司預測下一財政年度 ( 扣除上市費用後的 ) 預計純利不足1% ) ; 及 ( iii ) 增聘員工將令相關團隊的僱員人數上升近一倍，與預期的業界增長不符。</p> <p>A公司未能就其計劃集資所得款項的用途提出充分解釋，因此無法證明其需要上市的商業理據。</p>	缺乏商業理據
B公司 ( 主板申請人 )	<p>B公司是新加坡的汽車經銷商，擬議將集資所得款項主要用於購置新的陳列室，以取代現有陳列室，新陳列室面積將是現有的兩倍。</p> <p>鑑於新加坡的汽車零售業從2018年至2022年將下跌5.9%，B公司未能證明有充分需求要進行擴充。由於B公司未能就其計劃集資所得款項的用途提出充分解釋，因此無法證明其需要上市的商業理據。</p>	缺乏商業理據；估值根據不足
C公司 ( GEM 申請人 )	<p>C公司在新加坡提供商業及工業廚房設備，在新加坡證券交易所上市，尋求在GEM作雙重第一上市。C公司計劃將其集資所得款項的90%用於在馬來西亞建設新的生產設施以生產某產品。此外，相當一大部分集資所得款項將用於支付公司的上市費用。</p> <p>由於該產品的銷售額只佔交易紀錄期內收入不足5%，C公司未能充分解釋為何打算增加此類產品的產量。此外，此產品的市場狹窄，預測的行業增長也較低。因此C公司無法證明其需要上市的商業理據。</p>	缺乏商業理據
D公司 ( GEM 申請人 )	<p>D公司在香港經營三家餐廳，計劃用相當一大部分集資所得款項在香港多開兩家餐廳。</p> <p>D公司成立12年之久僅開設了3家餐廳。即使事實上這些餐廳的整體業績平平，D公司仍打算多開兩家餐廳來擴展業務，做法相對進取。</p>	缺乏商業理據；估值根據不足

	<p>D公司的預期估值與可比公司相符，但仍令人質疑：(i) D公司在交易紀錄期的餐廳業務增長甚微，反觀可比公司不論經營規模或收入都明顯更大；(ii) 其顧問收入(進行估值時計算在內)只屬非經常性項目。</p> <p>D公司未能就其計劃集資所得款項的用途提出充分證據，因此無法證明其需要上市的商業理據。</p>	
--	--	--

消費者服務業		
公司	背景	拒絕原因
E公司 ( 主板申請人 )	<p>E公司是一家位於馬來西亞專門銷售服裝和家庭用品的零售連鎖店。</p> <p>除零售收入外，E公司也有租金收入，但該收入被確定為不屬於《主板規則》第8.05(1)(a)條規定下的公司「日常業務」所產生的收入。</p> <p>扣除上述租金收入和投資物業的相關成本後，E公司不符合最低利潤規定。</p>	不符合最低利潤規定

工業		
公司	背景	拒絕原因
F公司 ( 主板申請人 )	<p>F公司在馬來西亞 (i) 製造並銷售冷軋鋼筋和鋼絲產品；(ii) 加工並銷售熱軋鋼筋；及 (iii) 買賣建築材料和配件。</p> <p>F公司計劃建設新的鋼筋鋼絲生產設施，縱使：(i) F公司預測2019財政年度的收入增長僅5%，遠低於2018年27.5%的收入增長；及(ii) F公司無法充分證實其預期建築的需求會帶動對鋼筋鋼絲的需求上升，令其需要建設新的生產設施來作配合，而且預期需求上升與行業前景黯淡並不吻合。因此，F公司未能證明擴充計劃的商業理據及上市理據。</p> <p>此外，F公司的利潤預測大幅下降，但其擬議估值的市盈率高於公司所提供的同業平均市盈率80%，因此F公司的估值並無充足根據。</p>	缺乏商業理據；估值根據不足
G公司 ( 主板申請人 )	<p>G公司在新加坡提供光學組件，擬將集資所得款項用於一項擴充計劃，包括添置機器、增聘員工和收購製造供應商。</p> <p>G公司無法證明其擴充計劃的合理性，因為收購供應商以降低集中風險的建議與該公司交易紀錄期內出售了其在一主要供應商所持全部權益的交易有矛盾，而G公司也未能解釋是什麼原因和情況導致要如此改變策略。而且，G公司未經客戶事先批准是無法更改製造供應商。因此不清楚G公司為何要進行建議中的收購。另外，G公司過去對其工廠和機械的添置幾近無，</p>	缺乏商業理據

	<p>其解說是因為缺乏資金。然而，G公司很明顯資金充裕，因為它在交易紀錄期一直有營運現金流，如果要為建議中的擴充計劃籌集資金，只需六個月的時間已經足夠。G公司還計劃增聘約80%員工，為新設備設計新的測試計劃和設備校準。可是，它無法解釋為何需要大量增加技術人員數目，因事實是新的測試計劃和設備校準一經建立，便不需要大量人手維持其運作。</p> <p>G公司未能就其計劃集資所得款項的用途提出充分證據，因此無法證明其需要上市的商業理據。</p>	
H公司 ( 主板申請人 )	<p>H公司是香港屋宇設備系統機電工程服務的分包商。它計劃將上市集資所得款項用於(i)採購系統以直接供應客戶，取代交易紀錄期內由分包商提供系統的慣例；及(ii)通過購買設備和增聘員工來提升內部產能。</p> <p>H公司未能充分證實擴充計劃的必要，包括該公司沒有大量合同儲備，交易紀錄期內獲得的新項目的價值還呈下降趨勢。H公司也無法充分證實其預測中自行採購系統能比以往做法更省成本的數字。因此，H公司無法證明其需要上市的商業理據。</p> <p>此外，H公司的估值並無相關盈利預測支持，因為盈利預測顯示調整後的純利將會下降，而且其預測市盈率也高於同業公司。</p>	缺乏商業理據；估值根據不足
I公司 ( 主板申請人 )	<p>I公司在東南亞設計、開發和供應用於製造特種電纜的聚合物材料。</p> <p>I公司計劃將上市集資所得款項用於對上游複合機公司的戰略性投資，並自設產品開發中心。I公司與上游複合機公司是長期合作夥伴，所以可獲穩定供應聚合物化合物，而且公司業務屬小眾市場，同業不多，客戶和供應商的關係較緊密。在交易紀錄期，I公司的相關產品銷量(少於200噸)遠低於擬議收購的產能(6,000噸)，甚至預計會下跌。I公司經營逾18年，一直沒有自己的內部開發中心，也證明不了自設開發中心有何裨益。因此，I公司似乎沒有商業理據支持其投資上游複合機公司及自設開發中心，也故此缺乏上市的商業理據。</p>	缺乏商業理據
J公司 ( GEM 申請人 )	<p>J公司在香港和中國內地提供集裝箱倉庫管理服務及集裝箱保養服務。</p> <p>J公司擬將上市集資所得款項用於更換機械、增聘員工，並在一內地城市建立新的倉庫，使J公司在該城市的現有倉庫的總容量增加100%。J公司無法證明市場需求有必要建設新倉庫，而且該公司可使用現有現金或銀行貸款進行擴充計劃。由於J公司未能就其計劃集資所得款項的用途提出充分證據，因此無法證明其需要上市的商業理據。</p>	缺乏商業理據

地產建築業		
公司	背景	拒絕原因
K公司 ( 主板申請人 )	<p>K公司在東南亞出租及銷售建築設備。它計劃將上市集資所得款項的22%用於在新加坡建造綜合物業。</p> <p>K公司未能證明建造綜合物業為業務所需，因為 ( i ) 相關業務所佔收入下降；及 ( ii ) 新物業的規模預計比現有物業大70%，但K公司只計劃增加出租車輛12-13%。此外，綜合物業導致的折舊和攤銷總額升幅將高於公司現有的租金支出。</p> <p>K公司未能就其計劃集資所得款項的用途提出確實證據，因此無法證明其需要上市的商業理據。</p>	缺乏商業理據
L公司 ( 主板申請人 )	<p>L公司是一家主營新加坡公共土木工程項目的主要承包商。L公司計劃將上市集資所得款項用於購買新的機械和設備、增聘員工和支付履約保證金，從而擴大業務。</p> <p>L公司的擴充計劃並無需求支撐。在交易紀錄期，L公司收入的複合年增長率少於3%，毛利率也只維持平穩，期內取得合約的平均項目規模亦在減少，儲備訂單亦減少了約40%，自上一個財政年度結束後就再沒有獲得任何新項目。因此L公司無法證明其需要上市的商業理據。</p>	缺乏商業理據
M公司 ( GEM 申請人 )	<p>M公司在香港供應固定裝置、傢俱和裝飾材料，並計劃將集資所得款項用於設立陳列室、擴展業務至中國內地以及支付某些項目的前期費用。</p> <p>雖然M公司聲稱新的陳列室可增加一產品的銷量，但在交易紀錄期即使沒有新陳列室，該產品的銷量也見增加。因此，M公司未能充分證實建立新陳列室的好處。此外，M公司擴展業務至內地的計劃也沒有任何客戶可行性研究支持。M公司亦持續錄得現金流，無法解釋為何要集資來支付已經開始的項目的前期費用。因此M公司無法證明其需要上市的商業理據。</p>	缺乏商業理據
N公司 ( GEM 申請人 )	<p>N公司在日本出售及出租房地產，計劃將上市集資所得款項用於擴大房地產投資組合。</p> <p>由於房地產投資是資本密集型項目，N公司指上市將顯著提升其資本基礎及財務狀況。但是，N公司的上市所得款項淨額僅佔其房地產投資組合賬面值的4%，N公司所聲稱「上市將顯著提升其資本基礎及財務狀況」的說法沒有充分證實，因此N公司無法證明其需要上市的商業理據。</p>	缺乏商業理據
O公司 ( 主板申請人 )	<p>O公司在澳門提供物業管理服務，計劃將上市集資所得款項的41%用於翻新某些現有停車場（「翻新工程」）。</p> <p>O公司未能合理解釋何以需要作翻新工程，相關的特許權協議並無要求O公司進行翻新工程，其在交易紀錄期中標的項目亦無一有此規定。況且，O公司不進行翻新工程也可調高泊車費。因此，翻新工程不見得如何可以為O公司帶來很大好處，例如</p>	缺乏商業理據

	<p>增加其續簽特許權協議的機會、助其申請調高泊車收費又或提升整體競爭力。因此O公司無法證明其需要上市的商業理據。</p>	
<p>P公司 ( 主板申請人 )</p>	<p>P公司是在澳門提供裝修、改建和加建服務的承包商。P公司擬將上市集資所得款項的60%用於收購機電工程承包商(「戰略收購」)以及購買其他機械和設備。</p> <p>戰略收購涉及業務模式和戰略的改變，使P公司從以往作為項目經理的角色轉變為機電承包商的角色，後者屬勞工密集型的角色，且並非P公司所長。P公司無法證明戰略收購帶來的好處，如何大於外判成本或內部自設獨立機電業務的成本。</p> <p>此外，P公司未能充分證實有必要購買機械和設備，因為以其本身擁有的同類機械而言，使用率向來偏低，而且它一向將需要這種機械 / 設備的工程外判，要求由分包商提供相關機械。</p> <p>基於以上原因，P公司無法證明其需要上市的商業理據。</p>	<p>缺乏商業理據</p>
<p>Q公司 ( 主板申請人 )</p>	<p>Q公司在新加坡(i)提供路面物料供應及鋪設服務(主要涉及基礎設施項目)；及(ii)出售瀝青預拌料。Q公司計劃將上市集資所得款項的大約25%用於投資新的瀝青工廠及購買新的機械和設備，另65%用於償還銀行貸款。</p> <p>Q公司在交易紀錄期之前不久才開始營運，經營歷史不長。交易紀錄期的收入很大部分來自一個大型但非經常性的項目，而且項目快將完成。</p> <p>在交易紀錄期後，Q公司就不曾再獲得其他類似規模的合約。此外，由於行業發展放緩，招標項目減少，交易紀錄期後獲得的新項目，合約價值也愈來愈低。</p> <p>因此，項目前景未算明朗下，Q公司亦不預期公司短期內收入和利潤會有何增長。</p> <p>Q公司的業務前景取決於能否取得尚是未知的項目，前景實不明朗。由於Q公司無法解釋其如何需要集資擴充業務，因此也未能證明其上市的商業理據。</p>	<p>缺乏商業理據</p>
<p>R公司 ( 主板申請人 )</p>	<p>R公司在中國內地發展及出售住宅物業。</p> <p>在交易紀錄期，R公司多次向同集團內公司借入短期貸款，並無法還款。然後，該同集團公司貸款人將拖欠之貸款轉移給不良資產貸款人(本金沒有扣減)。不良資產貸款人只能購買不良債務(即已違約債務)。與不良資產貸款人的融資安排佔R公司在交易紀錄期內基本上全部借款。</p> <p>R公司解釋說，剛開始營運時，它只能從不良資產貸款人獲得融資，但它未能解釋為何在業務上了軌道而能夠從其他公司獲得融資時仍繼續向不良資產貸款人借款。始終向金融機構借款不涉及相關的違約，不致在這方面對R公司的信用有不利影響。</p>	<p>缺乏商業理據；董事不適合</p>

	<p>R公司無法證明不良資產貸款人提供的條件比其他商業貸款人優勝，也未能顯示不良資產貸款人是唯一可提供貸款的貸款人。事實上，向不良資產貸款人借款，息率較高之餘，也要額外支付財務顧問費。</p> <p>R公司解釋不了作這些融資安排背後的商業理據；這些安排除卻犧牲了R公司的利益而令不良資產貸款人取得有關債務業務之外，對R公司來說都不見得有何明顯好處。因此R公司無法證明其需要上市的商業理據。</p> <p>這些問題也令人質疑R公司的董事是否適合擔任董事，以及他們在為R公司尋求融資時，有否按R公司及其股東的最大利益行事。</p>	
--	---	--

\*\*\*