



專題報告：香港借殼上市分析

05/05/2015

報告要點

- 借殼上市是私人公司除首次公開招股(IPO)以外的另類上市方法。
- 借殼上市能讓希望上市的公司避開 IPO 的嚴格程序及善變的市場時機。
- 在香港借殼上市有多種方式，最常見為以現金直接收購控股地位。
- 在借殼上市中，投資者能藉著收購守則而得到最少與收購價一樣的現金要約。
- 借殼上市通常會通過雙方洽商、聯合公布買賣細則及發出要約之綜合文件等程序。
- 今年初完成賣盤的**俊和發展(711.HK)**是借殼上市的典型例子，投資者可多加參考。
- 殼股通常有迹可尋，而且在準備賣殼之前，上市公司都會有一些企業或股價活動可讓投資者看出端倪。
- **恆都集團(725.HK)**及**景福集團(280.HK)**都有殼股的普遍特徵。
- 投資者可於三個階段投機殼股，分別為搜尋殼股、公布正洽商賣盤及公布買賣協議詳情。
- 投資者應注意投機殼股乃高風險行為。



目錄

(一) 甚麼是借殼上市	3
(二) 買殼的動機何在	3
(三) 香港借殼上市的方式	5
(四) 借殼上市與投資者的關係	5
(五) 借殼上市的流程	6
(六) 個案分析	9
(七) 尋找殼股	13
(八) 潛在的殼股建議	14
(九) 投資策略	16
(十) 投資者風險須知	17



借殼上市

(一) 甚麼是借殼上市

借殼上市通常是指一間私人公司為想得到上市地位，但又想避開首次公開招股(IPO)的程序，因而藉由收購另一間上市公司的控股權，並把本身的資產注入該上市公司而達至本身資產上市的目的。

(二) 買殼的動機何在

以首次公開招股形式上市無疑是最直接及最好的選擇，集團能夠同時將業務上市及完成集資。然而對一些希望上市的企業來說，首次公開招股的程序及對市場時機的掌握就是一道難以克服的障礙，而借殼上市則是他們的另類出路。

避開新申請人盈利測試等規則

根據《上市規則》，新申請上市公司必須符合多項上市條件，而其中第 8.05 條內的「盈利測試」，「市值／收益／現金流量測試」或「市值／收益測試」就更是很多公司主要放棄以首次公開招股形式上市的原因。各測試的重點簡介如下：

三種測試均須符合：

- ◆ 具備不少於 3 個會計年度的營業記錄。
- ◆ 至少前 3 個會計年度的管理層維持不變。
- ◆ 至少經審計的最近一個會計年度的擁有權和控制權維持不變。

「盈利測試」

- ◆ 新申請人最近一年的股東應佔盈利不得低於 2,000 萬港元，及其前兩年累計的股東應佔盈利亦不得低於 3,000 萬港元。

「市值／收益／現金流量測試」

- ◆ 上市時市值至少為 20 億港元。
- ◆ 經審計的最近一個會計年度的收益至少為 5 億港元。
- ◆ 新申請人的業務於前 3 個會計年度的現金流入合計至少為 1 億港元。

「市值／收益測試」

- ◆ 上市時市值至少為 40 億港元。
- ◆ 經審計的最近一個會計年度的收益至少為 5 億港元。



有些希望上市的公司可能連最基本具備 3 年營業記錄的要求也達不到，更惶論通過這些測試，所以他們惟有另闢蹊徑，而借殼上市則一般可以避開這些測試而達至上市目的，除非被港交所定義為反收購行動¹。

縮短上市程序及時間

一般而言，希望經首次公開招股上市的公司需要經過多個步驟，才能成功上市。當中包括以下各項：

策劃及前期籌備

- ◆ 委任保薦人及中介機構
- ◆ 重組集團架構
- ◆ 保薦人進行盡職審查

提出上市申請

- ◆ 呈交上市文件
- ◆ 回答香港交易所就上市事項的提問
- ◆ 進行上市委員會的上市聆訊

發行過程

- ◆ 進行路演向投資者推介擬上市公司
- ◆ 刊發招股書
- ◆ 接受公開認購

由籌劃到上市一般需要至少六至九個月時間。在上市過程中，公司需要通過證監會及港交所的嚴格審批，當一切準備就緒後，萬一遇上市況不好，更可能功虧一簣。相對而言，借殼上市變得比較簡單、快捷，一般需時在六個月內。

不需面對承銷壓力，成功率高

首次公開招股活動一般包括配售部份及公開認購部份，而兩個部份都需要有興趣的投資者來申購，上市才能成功。至於認購反應則視乎公司盈利前景、包銷商銷售能力、股份定價及當時市況等眾多因素決定，並不是發行人或保薦人能夠全然控制，風險程度不言而喻。尤其是當發行人錯估形勢或市況急轉直下，發行人可能要臨時改低招股價，甚至取消上市計劃，就如萬洲國際(288.HK)首次招股時，因認購反應不如預期而取消上市，要第二次招股才能成功上市。

然而，借殼上市一般不需面對承銷壓力，而且成功機會相當高。經借殼上市的公司基本上只需與上市公司控股股東洽商好價錢，達成買賣協議便能成功取得上市地位。至於有些情況，在達成買賣協議前需要完成一些條件，又或原控股股東需要在賣盤前進行資產重組，並按例需通過獨立股東大會才能完成買賣協議，但都少有失敗例子。

¹ 反收購行動定義可參考《上市規則》第 14.06(6)條



(三)香港借殼上市的方式

在香港借殼上市可以有多種方式，較常見有以現金直接收購控股地位，或以資產換取控股股權。一般而言，待售殼主都偏向接受收購者以現金直接收購其控股地位，因為一方面資產價格難以客觀地評估，另外他們亦希望能夠乾淨利落地套取現金。同樣地，普通股民在炒賣殼股時，通常都是希望自己手持的潛在殼股有朝一日能被現金收購，股價倍升。因此，在此專題稍後例子中都會以現金收購為主。

至於以資產換股權的方式多出現於母公司藉注資入已上市的子公司從而達至整體上市的目的。最近的例子有已改名的**中信股份(267.HK)**，當時母公司中信集團將旗下99%資產注入未改名的中信泰富，並以此換取股權及現金，達至將母公司資產借殼上市。

(四)借殼上市與投資者關係

之前提到借殼上市是指希望上市的企業藉收購另一間上市公司的控股權而達至上市的目的，但對於作為普通股民的我們又有何干呢？現在情況就好像有間大企業出高價要收購你周邊的居住單位，但這等於你亦能以同樣高的價錢賣出你的單位嗎？要回答這個問題我們必先得了解一些收購守則。

強制性無條件現金要約

根據《公司收購及合併守則》規則 26.1，其中提到除非獲執行人員授予寬免，否則當任何人或一致行動人仕透過在一段期間內的一系列交易而取得一間公司 30%或以上的投票權時，必須向該公司每類權益股本持有人作出強制要約。簡而言之，當企業透過借殼上市時取得超過上市公司 30%股權時，就得向所有其餘股東作出要約。另外還有一個情況，當控股股東持有 30%至 50%股份，而在一年內增持超過 2%股權，就得提出全面要約，但這個情況更多涉及私有化，或純粹是技術性全面要約。

至於要約代價則可以根據規則 26.3 了解，其中提到要約必須是以現金形式作出或附有現金選擇，而金額須不少於要約人或與其一致行動的任何人在要約期內及在要約期開始前 6 個月內為受要約公司的該類別股份支付的最高價格。簡單而言，在借殼上市的情況裏就是要約人需要以收購控股股東的每股要約價向所有其餘股東作出同樣的現金要約。



因此投資者必須注意借殼上市的公布中收購人是否需要提出強制性無條件現金要約。因為有些情況收購人就是要故意避開這條規則，收購剛好少於 30% 的股權，又或是得到即將提到的清洗豁免。

清洗豁免

根據《公司收購及合併守則》，其實在數個情況下都有可能得到規則 26 的豁免，而清洗豁免則跟借殼上市最為有關。該豁免註釋提到當以發行新證券作為取得資產、現金認購的代價，將會產生規則 26 規定作出強制要約的責任，但如果在股東大會上有獨立投票的安排，則執行人員通常將會豁免該項責任。就是說，如果獨立股東大會及執行人員能夠通過豁免全面要約責任，則借殼上市的企業無需向其餘股東提出現金收購。就如當時阿里巴巴入主**阿里健康(241.HK)**及**阿里影業(1060.HK)**都是得到清洗豁免的。

(五)借殼上市的流程

洽商

根據《公司收購及合併守則》規則 3.7，有意要約人或有關受要約公司有責任發出簡單公布表明正在進行洽商或某名有意要約人正在考慮作出要約。另外，受要約公司須每月發出要約進展的公告，一直維持至根據規則 3.5 公布作出要約的確實意圖或決定不繼續進行有關要約的時候為止。

一般而言，規則 3.7 並無要求受要約公司需要披露詳細的要約內容。通常該通告只會表示公司董事會接獲控股股東通知，正與一名或多名獨立第三方接洽，可能收購其股權。雖然規則 3.7 並無要求詳細的要約內容，但有些情況控股股東在落實買賣協議之前會先與要約人訂立一份諒解備忘錄，而我們能夠在該份諒解備忘錄了解更多洽商的細節。

一般諒解備忘錄的要項：

- ◆ 按金/誠意金
- ◆ 最後截止日期
 - 可以經雙方同意後延期
- ◆ 排他期/獨家權
 - 售股股東承諾於排他期內除要約人外，不會與其他人進行磋商該次可能的股權買賣
- ◆ 買方進行盡職審查
- ◆ 要約價範圍



以上各項未必都會於諒解備忘錄出現，但是投資者可基於其內容來評估洽商成功的可能性。

若投資者希望於此階段進行投機，有兩方面需要考慮。首先，投資者需要估計雙方成功訂立買賣協議的機會率。另外，投資者亦要計算收購者將會開出的要約價，通常我們可以該上市集團的資產淨值作為計算的基礎。然而投資者要留心，由於此兩項重要考慮因素都是建基於估算之中，而且通常發出洽商公告後，股價都已大幅上升，因此於現階段買入，投機成份較高，風險亦較高。

聯合公布

當要約人與受要約人訂立買賣協議後，雙方會發出一份聯合公布詳細披露該買賣協議及其對其他股東的影響。

聯合公布需要留意事項：

- ◆ 要約價
 - 此乃其中一項最重要的資料，因為如果觸發全面要約，這將會是對其餘股東的要約價。
- ◆ 出售銷售股份股數
 - 如前所述，根據收購守則規則 26.1，要約人如在完成買賣協議後取得超過上市公司 30% 股權時，須就其餘股東提出無條件強制現金要約。
- ◆ 要約人資料
 - 如要約人是一間有實力的企業，市場可能會炒作要約人借殼上市後，大舉注資並大幅提升上市公司的業績。所以股價有機會高過要約價。
- ◆ 先決條件
 - 此乃一項非常重要的資料，因為顧名思義，先決條件就是買賣協議須待這些條件達成後方可作實，否則買賣協議將會終止。
 - 由於控股股權轉讓前通常會有一些資產重組，例如出售資產或業務給原控股股東、派發特別息或實物分派等。而先決條件是要成功過通關於資產重組的獨立股東大會。
 - 如果要約人是一間上市公司，很大機會先決條件是要成功通過要約人關於該次收購的股東大會。
 - 有時要約人會於先決條件內例明要收購超過協議銷售股份的特定股權。
- ◆ 上市公司的股權結構
 - 該股權結構會清楚列明控股股權轉手前後的股權分布，有助股資者更容易了解該次交易。



聯合公布乃非常重要的上市通告，可使投資者清楚了解到該次借殼上市的詳細資料。一般情況，當聯合公布發出當天，該上市公司股價會大幅上揚到接近要約價的水平，但通常仍有些許折讓，主要由於先決條件的不確定性、時間值或市場失效。投資者可基於聯合公布的内容來評估該買賣協議的成功機會，從而決定是否要獲取風險相對較低的套利機會。

全面要約之綜合文件

根據《公司收購及合併守則》規則 8.2，綜合要約文件須於發出聯合公布日期起 21 天內由要約人寄發。但如果在作出要約前必須先完成一些先決條件，而該些先決條件未能在規則 8.2 所指的期限內履行，則須取得執行人員的同意，而執行人員通常要求綜合文件須在該些先決條件完成後的 7 天內寄發。

綜合文件需要留意事項：

- ◆ 預期時間表
 - 寄發日期及開始要約日期是同一日。換句話說，當收到綜合文件理論上就可以接受要約。
 - 根據收購守則規則 15.1，有關要約在寄發日後最少維持 21 日可供接納。但投資者必需留意，因個別不同證券行的內部運作，通常接納要約的最後時間及日期會比預期時間表內的日期為早。
 - 接納要約後，投資者可於要約最後日起計 7 個營業日後收款。
- ◆ 獨立董事委員會函件
 - 獨立董事會建議投資者應否接納該全面要約。
- ◆ 獨立財務顧問函件
 - 獨立財務顧問會評價該全面要約對獨立股東而言是否屬公平合理。

投資者務必留意要約時間表，在截止接受要約日期前，基本上該要約價是該上市公司股價的保底價。投資者亦可留意，若新控股股東背景實力雄厚，如去年泛海控股收購和記港陸，現名**中泛控股(715.HK)**，要約價為每股 0.5973 港元，但由於泛海為內地大型內房集團，投資者憧憬新股東進駐後，集團有更大發展，股價自此一飛沖天，遠遠拋離要約價。惟投資者要注意，要約期結束後，保底價再不保底，股價將隨著新控股股東對上市公司的業務表現而上落。



(六)個案分析

俊和發展集團(711.HK)

洽商

集團根據收購守則規則 3.7 於以下日期發出公告：

2014 年 7 月 7 日

http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2014/0707/LTN20140707857_C.pdf

- 董事會接獲控股股東 GT Winners Ltd. (GT Winners)通知，其持有 56.32%股權，與一名獨立第三方訂立一份諒解備忘錄，有關可能買賣全部或部份 GT Winners 所持有之股份。
- 該諒解備忘錄內容透露雙方已設立排他期，時間為自諒解備忘錄日期至 2014 年 9 月 30 日止。

2014 年 8 月 6 日

http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2014/0806/LTN20140806437_C.pdf

- 於每月要約更新中披露，潛在買方正透過其專業顧問就潛在交易進行盡職審查。
- 仍未訂立正式或具法律約束力之協議。

2014 年 9 月 4 日

http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2014/0904/LTN20140904507_C.pdf

- 於每月要約更新中披露，潛在買方仍正就潛在交易之條款及條件與 GT Winners 進行磋商。
- 仍未訂立正式或具法律約束力之協議。

聯合公布

於 2014 年 10 月 20 日買賣雙方發出聯合公布有關買賣協議及集團重組等事宜。

http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2014/1020/LTN20141020406_C.pdf

聯合公布要點：

買賣協議

- 賣方為控股股東 GT Winners
- 買方為中國新維投資有限公司
- 出售合共 510,000,000 股，佔公告日期已發行股本約 46.70%
- 總代價為 560,490,000 港元，相當於每股 1.099 港元



買賣協議之先決條件要點：

- ◆ 獨立股東批准
 - 獨立股東於股東特別大會上通過所有決議案包括批准進行實物分派、認購協議、發行認購股份及可換股債券，以及發行及配發轉換股份、按相同條款及條件順延債券到期日至 2015 年 11 月 23 日，以及據此擬進行之交易
- ◆ 實物分派
 - 實物分派之先決條件獲達成及實物分派完成

建議集團重組及實物分派私人公司股份

- ◆ 集團重組目的為將分派業務和餘下業務分開，以便進行實物分派
- ◆ 每持有一股股份獲分派一股私人公司股份

就收購私人公司股份可能提出之無條件自願現金要約

- ◆ 控股股東向私人公司股東提出私人公司要約
- ◆ 每股私人公司股份要約價為現金 0.181 港元

整份聯合公布看似非常複雜，實質是典型的賣殼程序。原大股東已與新投資者傾妥買賣協議，惟獨原大股東想留著部份業務自己繼續經營又或新投資者不想擁有該業務，反正就是要由現有集團剝離該業務。而一系列的重組程序就是要方便把該業務剝離，以便進行實物分派。最後分派出來的私人公司權益，原大股東會以每股 0.181 港元向其餘股東購回。所以投資者要留意，實際接受這次賣殼所得到的價錢是每股 1.28 港元而不是單單的要約價每股 1.099 港元。

可是這一系列的重組過程必需得到獨立股東的首肯才能通過，而這次賣殼的先決條件就是要先完成重組，所以這次賣殼的唯一風險就是獨立股東於股東大會上否決議案，從而令到賣殼流產。然而獨立股東會否決這決議案嗎？機會非常之微。因為獨立股東基本上要考慮的不是決議案的內容，反而是要約價是否合理、吸引。

從股價上看，在首次洽商通知發出之前（2014 年 7 月 4 日）的收市價是 \$0.52，而如果這次賣殼成功的話，獨立股東可以得到的總代價是 \$1.28，比未有這個賣殼消息出現之前的股價高出 1.46 倍。一個正常理智的投資者是斷然不會去否決一個令到自己資本可以增長一倍的機會！另外，**俊和發展**是不能進行沽空的股票，換句話說，投機者是不能大量沽空其股票，之後在股東大會上否決議案，從而令自己大賺一筆。總括而言，成功賣殼的機會是相當之高。

至於投資者應否於現階段買入**俊和發展**而獲取價差利潤需取決三大因素。第一當然是成功賣盤的機會率，於前所述機會是相當高的。第二是潛在獲利水平，聯合公布發出翌日的收市價是 \$1.17，相對於賣盤代價 \$1.28 仍有 9.4% 利潤，是不錯的利潤。最後是時間



因素，投資者需衡量由買入到接受要約再到收錢的過程需要多長時間，因為時間就是金錢，若整個套利過程拖得太久，則會白白浪費掉資金的机会成本。一般而言，需要通過股東大會的需時 3 個月，而如果不需通過股東大會則只需一個多月。至於**俊和發展**的例子，由聯合公布發出翌日（2014 年 10 月 21 日）到收錢（2015 年 2 月 3 日）需時大概 3 個多月，若將 9.4% 的利潤年率化，約莫是 30%。

股東特別大會之投票表決結果

於 2014 年 12 月 19 日舉行之股東特別大會上，所有決議案已獲出席股東特別大會並合資格於會上投票之獨立股東及股東（視情況而定）以投票表決方式正式通過。

http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2014/1219/LTN20141219497_C.pdf

全面要約之綜合文件

於 2015 年 01 月 02 日要約人發出綜合要約文件。

http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2015/0102/LTN20150102034_C.pdf

綜合要約文件要點：

預期時間表

- ◆ 開始接納上市公司要約日期 — 2015 年 1 月 2 日
- ◆ 上市公司要約之截止日期 — 2015 年 1 月 23 日
- ◆ 寄發應付股款之最後日期（正式收款最後日期）— 2015 年 2 月 3 日

獨立董事委員會函件

- ◆ 獨立董事委員會由獨立非執行董事組成
- ◆ 建議獨立股東及購股權持有人接納上市公司要約

獨立財務顧問（鎧盛資本）函件

- ◆ 主要考慮因素及理由
 - 集團之業務及歷史、過往業績、財務狀況、未來前景及展望
 - 過往股價表現及成交流量
 - 可資比較分析
- ◆ 認為就獨立股東而言股份要約屬公平合理。因此建議獨立董事委員會建議獨立股東接納要約

所有先決條件已成為無條件，現金要約終於落實。投資者於現階段要考慮的是應否接受要約。誠如獨立財務顧問（鎧盛資本）所說，若當時市價已高於現金要約價，則投資者當然可以於市場沽出而非接納股份要約。另外，對於集團轉手後的發展，公布有提到新控股股東會繼續餘下業務，而值得留意的一點是原控股股東會保持在集團約 10% 之策略股權，比起一般賣殼會賣斷股權的情況不同。新控股股東中國新維投資有限公司有國內



資金背景，賣殼後或有炒作，但如前所說，要約過後股價再無保底價，投資者需注意風險。

圖表 1：俊和發展集團賣殼期間股價圖



資料來源：彭博、致富資料研究組

註 1：2014 年 7 月 8 日

- ◆ 首次洽商通知發出翌日，比前收市價升 71.2%，收報\$0.89。
- ◆ 此刻股價仍與實際要約價有近三成折讓，但當然此刻仍未知賣盤會否成功，及要約價會是多少。

註 2：2014 年 10 月 21 日

- ◆ 聯合公布發出翌日，比前收市價升 15.8%，收報\$1.17。
- ◆ 此刻已相當肯定賣盤能夠成功，投資者可考慮現階段買入而獲取價差利潤。

註 3：2014 年 12 月 23 日

- ◆ 實物分派除淨日，收報\$1.09，已跟要約價\$1.099 非常接近。
- ◆ 原控股股東稍後會以\$0.181 收回投資者的實物分派。

註 4：2015 年 1 月 23 日

- ◆ 要約之截止日期，收報\$1.44。
- ◆ 此時股價已大幅高於要約價。



(七)尋找殼股

殼股通常都有迹可尋，以下為一些殼股普遍特徵：

- ◆ 市值通常只有數億元
 - 由於借殼上市的投資者主要關心的只是殼股的上市地位，而不是其本身的業務內容。因此，買殼者會偏向找尋一些市值細的上市公司，買殼過後才逐步注入本身業務。
- ◆ 財務狀況佳
 - 殼股的負債比率通常維持於低水平，而流動資產及現金佔比則相對較高，資不抵債的情況非常少。資產負債表比較簡單，甚少有表外負債，方便收購者進行盡職審查。
- ◆ 公司業務無利可圖
 - 殼股的主要業務不少是無利可圖的夕陽工業，甚至持續出現虧損。賣殼是給予原控股股東的一次高價套現機會。
- ◆ 公司的股權結構單一、集中
 - 單一、集中的股權結構方便買殼者易於洽商、議價，完成買殼後即可擁有絕對的控股地位。而賣殼的例子中不乏原控股股東本身已擁有上市規則所容許的 75% 持股上限。
- ◆ 公司市值比其資產淨值大幅折讓
 - 一般而言，由於上述提到不少殼股的主要業務乏善足陳，因此大部分殼股得不到市場認同，估值長期偏低，更多是股價比其資產淨值有大幅折讓。而原控股股東則有很大誘因藉著賣殼令其價值得以釋放。

上市公司在準備賣殼之前，有一些企業或股價活動可以讓投資者看出端倪：

- ◆ 沽售資產
 - 正如之前所述，通常賣殼過程中上市公司都會資產重組，將一些收購者不要或原大股東想保留的資產剝離於上市公司。但有些情況，此一步驟會提前進行，正如永利控股，現名**永泰投資(876.HK)**於賣殼之前將集團之物業投資業務分拆上市。
- ◆ 削減股份溢價
 - 其實削減股份溢價純為會計上的左袋交右袋，將公司的股份溢價賬削減，再將削減的金額轉為公司的繳入盈餘賬，除一些行政開支外，對整份資產負債表並無影響。因為條例規定上市公司如有累計虧損時，不能派息，因此削減股份溢價多為派特別息鋪路。而派特別息是賣殼前的常見動作，正



如早前**鎮科集團(859.HK)**公布削減股份溢價並派特別息，市場立刻揣測其賣殼動機，股份翌日大升 27.8%。

- ◆ 股價異動
 - 根據收購守則規則 3，若上市公司的股價或成交量出現任何不尋常的波動，而有合理理由推斷該波動是由於有意要約人的行動所致，則要約人有責任發出有意要約公布。所以很多時候，股價出現異動後，上市公司才公布有意賣殼公告。

(八)潛在殼股建議

恆都集團(725.HK)

集團主要從事製造及營銷電源線、電源線組合、導線、組合線束及塑膠皮料。我們可以以上述數點來分析此股作為殼股的可能性。

市值通常只有數億

- ◆ 以現時市值計此股只值 4.22 億元，比現時主板殼價還要低，符合細市值的要求。

財務狀況佳

- ◆ 截至 2014 年底止，集團並未有長期貸款，而短期貸款只有 40.81 百萬元，佔股東權益為 8.28%。而總負債佔股東權益亦只有 28.6%，處於相對低位。流動比率及速動比率均大於 1。長期及短期的財務比率均處於健康水平，符合財務狀況佳的要求。

公司業務無利可圖

- ◆ 集團為工業股，估計行業競爭激烈，公司邊際利潤率只有數個巴仙，雖然過去數年均有盈利，但營業額增長乏力，而且股東權益回報率低於 5%，未能為股東帶來合理回報。如能成功賣殼，應是給予股東豐厚回報的一次絕佳機會。

公司的股權結構單一、集中

- ◆ 集團的控股股東持有集團已發行股本之 73.53%，接近上市規則上限。符合股權單一、集中的要求。

公司市值比其資產淨值大幅折讓

- ◆ 截至 2014 年 12 月 31 日止，股東應佔權益為 4.93 億元，集團市值折讓逾 15%。



估值

一般來說，估值的計算可以簡單將上市公司的資產淨值再加上現時市面的殼價而估算出總價值，再將其除以集團目前的已發行股數而得出估計的每股要約價。截至 2014 年 12 月 31 日止，股東應佔權益為 4.93 億元。集團資產負債表顯示，物業、廠房及設備佔總資產約一半，而物業每年都有估值師為其重估，估值應不成問題。集團核數師為四大之一的羅兵咸永道，而且整份資產負債表相對簡單，因此可以資產淨值為估值的基礎。至於現時市面殼價大概 4 至 5 億元，保守計取其 4 億元計算，即如果**恆**都能成功賣盤，應該值 8.93 億元。而集團目前已發行股數為 198,958,000 股，以估計賣出價 8.93 億元計，即每股約為 4.49 元，與現價有逾倍潛在升幅。

景福集團(280.HK)

集團為香港老字號金飾珠寶公司，主要從事黃金首飾、珠寶、鐘錶、高級時尚貨品及禮品零售、金條買賣及鑽石批發。我們可以以上述數點來分析此股作為殼股的可能性。

市值通常只有數億

- ◆ 以現時市值計此股只值 6.40 億元，符合市值細的要求。

財務狀況佳

- ◆ 截至 2014 年 9 月底止，集團並沒有長期貸款，而短期貸款佔股東權益 27.7%，處於相對低水平。至於流動比率高達 3.9 倍，而流動資產佔總資產比率亦高達 98.8%，顯示短期變現能力甚強，惟現金佔總資產比率只有 8.6%，不能算是高水平。總括而言，財務狀況不俗。

公司業務無利可圖

- ◆ 集團的營業額已錄得連續兩年倒退，而股東應佔溢利於 2014 年度更出現大幅虧損。集團預期市況不景仍會持續，加上零售租金、薪金及其他經營成本等將會持續高企，集團之利潤率預期仍然受壓。另外，集團於 2015 年 4 月 17 日再次發出盈利警告。

公司的股權結構單一、集中

- ◆ 集團的控股股東擁有集團已發行股本 47.98%，接近絕對控股股權。如計及集團董事權益則佔已發行股本 53.9%。股權結構尚算集中。

公司市值比其資產淨值大幅折讓

- ◆ 截至 2014 年 9 月底止，集團股東應佔權益為 7.63 億元，集團市值折讓約 16%。

事實上，集團的控股股東已於 2014 年 6 月 13 日告知董事會，有數位潛在投資者當時正洽購其集團持股，惟於長達八個月的討論中仍未能獲得協議，最終於 2015 年 2 月 9 日董事會獲控股股東告知已終止與所有潛在投資者之商談。



雖然賣殼告吹，但告吹的原因有很多，而可以確定的一件事就是控股股東已有賣盤的意向，至於會否再次賣盤只是時間問題。

估值

截至 2014 年 9 月底止，股東應佔權益約 7.64 億元。集團的存貨比較多，佔總資產 82.0%，估計多為珠寶首飾之類的貨品，變現能力高而且公司每年都會為其存貨撥備及減值，因此其存貨估值應該合理。但為保守計，投資者可以八折計算其資產淨值，即為 6.11 億元。至於現時殼價大概 4 至 5 億元，保守計取其 4 億元計算，即如果**景福**能成功賣盤，應該值 10.11 億元。而目前集團已發行股數為 652,607,475 股，以 10.11 億元計，即每股約為 1.55 元，與現價仍有逾五成升幅。

(九)投資策略

總括而言，投資者可於三個階段投機殼股：

搜尋殼股

於此階段，首先投資者可按本篇所述的殼股特性自行尋找一眾潛在殼股。之後有兩個策略投資者可以考慮。其一，投資者可以漁翁撒網式，趁選中的一眾潛在殼股還未爆發並於低位橫行時少量收集，等待好消息到來，大賺一筆。固然投資者如覺得與其守株待兔，浪費寶貴資金的机会成本，則可嘗試於潛在殼股出現前述的賣殼前動作才趁勢投機。當然，此方法亦有利有弊，弊處就是投資者要後知後覺，當股價出現異動或有所賣殼動作時，股價已然升高，高追投機風險比較高。

公布正洽商賣盤

於此階段投機，風險及專業要求相對較高，因為基本上此消息一出，股價已大幅上揚，但若計算得宜，仍有可觀的獲利。如前所述，於此階段投機，有兩方面需要考慮。首先，投資者需要估計落實賣盤的機會率，此可根據公告中的內容及經驗判斷。另外，投資者可根據本篇之前的例子計算收購者將會開出的要約價，再將計算出的要約價與現價比較以得出值搏率。

公布買賣協議詳情

於此階段收購者已與上市公司控股股東傾妥買賣細節。一般而言，當聯合公布發出當天，該集團股價已大幅上揚到接近要約價的水平，但由於買賣協議內先決條件的不確定性、時間值或市場失效，股價會與要約價有些許折讓。於此階段投機有三方面需要留意。



第一當然要考慮公司成功賣盤的機會，此乃需要細心留意買賣協議內的先決條件。另外，投資者亦要預估完成要約的時間，以免浪費資金成本。最後，當然要計算一下現價與要約價是否仍有水位值搏。再說，投資者亦可留意收購者的背景是否值得憧憬，從而投機集團於完成要約後會有大型的注資重組活動。

(十)風險提示

投資者應注意投機於殼股乃高風險行為。主要由於以下幾點：

波幅巨大

- ◆ 正如之前所講，殼股市值一般只有三數億元，而且股權相對集中，所以流通股份稀少，亦即買賣盤疏落，只要有少量資金已可將股價大幅挾高。同樣地，只要少量沽盤亦可造成股價大幅下挫。

一廂情願

- ◆ 在投機於潛在殼股中，有可能只是投資者自己的一廂情願，股價可以長年無甚起色，浪費資金的機會成本。

憧憬幻滅

- ◆ 如前所述，上市公司於公布洽商賣盤後，股價已大幅上升，如最後洽商失敗，股價將還原基本步。假如投資者於高位接貨將損失慘重。



免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。另外，報告內容提及的條文只供參考，詳細條文請參閱相關法例、守則或公告之原文。