

立法會《地下鐵路條例草案》委員會

首次公開招股程序及估值考慮因素

目的

本文件的目的是要回應立法會《地下鐵路條例草案》委員會委員向特區政府提出就地下鐵路公司首次公開招股程序及估值提供進一步資料的要求。

地鐵公司的業務性質

2. 地下鐵路公司(地鐵公司)目前擁有及經營五條鐵路線，每日平均為**230**萬乘客服務，是全球使用量最高的客運系統之一。此外，地鐵公司目前正在興建將軍澳支線，預計將於**2002**年年底建成啓用。爲了配合政府的運輸政策，地鐵公司預期將會在香港未來鐵路運輸發展中扮演重要的角色。

3. 鐵路投資的最初幾年一般需要相當龐大的資本支出，而回報期相對較長。因此，任何鐵路投資的估值必須考慮鐵路的長期現金流量潛力，而不是單單考慮目前的盈利狀況。鑒於鐵路資產和鐵路投資的長期特性，地鐵公司目前按**40**年經營期來計算內部回報率。

4. 除了興建鐵路之外，地鐵公司也營辦物業發展項目。一如過往，地鐵公司能繼續參與物業發展是對有關興建新鐵路的財務可行性的其中一個重要的考慮環節，這亦有助香港鐵路系統的擴展。此外，地鐵公司亦從本身的投資物業中獲得穩定的租金收入。

估值考慮因素

5. 要全面評估地鐵公司的價值，必須瞭解其業務的各個組成部分。鐵路是地鐵公司業務最重要的一環，而物業發展和物業投資也會爲地鐵公司帶來盈利貢獻。每個組成部分均需採用不同的估值方法來評估其價值。就鐵路營運及物業發展的現金流量而言，由於有關現金流量的特性，預測所有未來現金收入和支出現值的折扣現金流量法是最適當的估值方法。但另一方面，香港物業投資最普遍採用的估值方法 - 資產淨值分析法，則最適宜用來評估地鐵公司物業投資的價值。

6. 每股價格和每股盈利的關係一般被稱為市盈率，也是香港投資者在估計一家公司的股本價值時普遍採用的估值方法。然而，這個方法不適用於地鐵公司，因在新鐵路支線建成後，有關的車費收入須在鐵路開始營運數年後才續漸增長。此外，新支線帶來相當大量的折舊費用和利息支出，亦會減低盈利表現。因此，市盈率也許未能全面涵蓋地鐵公司資產的未來盈利和現金流量潛力，特別是在新支線投入服務後的最初幾年內。另外，由於確認物業發展的利潤取決於有關項目的完成時間，因此物業發展的利潤趨勢可以產生相當大的波動幅度。

7. 地鐵公司的估值非常依賴香港經濟、股票和物業市場形勢，並且取決於地鐵系統的營運業績和表現。影響鐵路業務估值的因素主要包括車費收入、營運和融資成本、以及資本支出。本地生產總值增長、人口增長和通脹等宏觀因素也會影響鐵路業務的經營業績及財務狀況。政府或地鐵公司可以控制的其他因素包括監管方面的因素(例如市場競爭水平、釐定車費機制等)和營運方面的因素(例如服務質素、成本效益和資本支出)。影響物業發展和投資業務的主要因素包括資本成本、新投資項目的回報及物業發展所產生的現金流量，而這些現金流量則受到以下因素的影響，包括物業價格，以及一般由地鐵公司和物業發展商共同協商決定的利潤分享方程式。

首次公開招股程序概覽

8. 所有公司的首次公開招股程序均大致相同，但因不同公司業務的獨有特點也會有所區別。地鐵公司首次公開招股為投資者提供一個良好機會，投資於一家具備以下特點的公司。

- 地鐵公司差不多是唯一一家高效率、管理完善及具有盈利能的市區客運系統。
- 地鐵公司的業務性質是對資金要求極高，但擁有強勁的現金流量，可回收已投入的資金，但投資回報期較長。
- 業務具有未來增長機遇，對投資者有吸引力，並可從車站物業發展中有機會獲利。
- 地鐵公司的另一個重要特點是提供一個良好的機會，讓投資者通過投資地鐵公司參與香港的經濟發展。

9. 然而，要解釋和推銷這些特點，必須嚴格遵守香港法例中規定有關首次公開招股程序，這些程序對地鐵公司的估值均有影響。我們將於下文詳細描述。

10. 此外，建立一個明確和可預見的架構以便地鐵公司賴以經營，是非常重要的。這可使與地鐵公司有不同權益關係的人，均對地鐵公司建立信心，使他們相信地鐵公司會繼續提供高水平的服務及持續產生利潤，並有能力為未來興建新鐵路線籌集充足的資金，從而惠及香港市民。

明確的監管架構是關鍵所在

11. 地鐵公司與其他主要權益關係人（包括政府、立法會、乘客、僱員、地鐵公司股東及公開市場監管機構）之間有着明確的關係是十分重要的。

12. 在地鐵公司上市後，有關的權益關係人大致上可分為兩類：第一種權益關係人主要關注地鐵公司的監管事宜，例如公司的表現、鐵路的安全、服務水平及地鐵公司經營和擴展鐵路系統的權利等問題；第二種權益關係人主要關注公司的商業事宜，主要包括乘客、投資者和僱員。

13. 《地下鐵路條例》(地鐵條例)是主要的監管法規，此條例由立法會制定，以確立地鐵公司的監管架構。地鐵條例的主要目標是賦予地鐵公司專營權，建立營運表現和安全指標，在有需要時制訂終止專營權的適當條款，保留行政長官某些權力，以及賦予地鐵公司在營運方面的若干法定權力。此外，地鐵公司的具體運作安排將會在地鐵公司與政府簽定的營運協議中訂明。

14. 營運協議會詳細訂明地鐵公司專營權的條款，協議內的主要條文撮要已在一九九九年十一月二十三日提交本草案委員會審議。營運協議中包括專營權的延續、鐵路設計、乘客服務、新鐵路線、表現指標、鐵路的安全，新項目及調整車費的安排等條文。這與一般專營權文件所涉及的事項沒有大分別。

15. 第三項主要監管事宜涉及證券及期貨事務監察委員會和香港聯合交易所制定的投資者保障法規。作為一家計劃上市的公司，地鐵公司必須履行所有監管法規的要求，以保障投資者的利益及確保與其他上市公司業務一般的透明度。

16. 地鐵公司的商業權益關係人對私有化後的地鐵公司將有不同的利益考慮，這些考慮對地鐵公司將來的運作均非常重要：

- 乘客 - 乘客是最重要的權益關係人之一，他們的首要要求是地鐵所提供的服務必須物有所值及安全可靠的鐵路系統。然而乘客不大關心公司的盈利能力，乘客如果不滿意地鐵的表現便會轉乘巴士，這是地鐵公司的主要監管機制。假如地鐵公司不能提供物有所值的服務，乘客將會流失。
- 投資者 - 作為投資者的政府和其他公眾人士均希望投資得到良好的回報，他們都希望地鐵公司業務管理完善，從而減低投資失利的風險。因此，地鐵公司必須具備優秀管理層和良好監管架構，以便將來能取得收入和增長機遇是十分重要。
- 僱員 - 僱員和投資者一樣，與地鐵公司的關係中有著幾個目標。他們希望繼續獲得優厚薪金和待遇，但同時希望公司繼續保持盈利能力，以盡可能保障其持續受聘。

首次公開招股程序的主要步驟和時間表

17. 有關的立法程序完成，及由政府委任全球協調人後起計，私有化的首次公開招股程序一般需三至四個月時間完成。

18. 全球協調人通常是公司在股票交易所的上市保薦人，負責準備文件並代表公司向交易所及相關監管機構提交上市申請文件。全球協調人也負責策劃有效的定位及促銷策略，以爭取投資者對有關股票的最大需求量。在首次公開招股的籌備過程中，也會委任其他獨立專家，包括法律顧問、審計師、印刷商、收款銀行及股票登記公司等。而好像地鐵公司這類大型的股票發行項目，還需要委任一些顧問、行業專家和公關公司負責專門的工作。

19. 首次公開招股程序一般包括以下的主要步驟：

- a) 仔細審查和草擬招股書；
- b) 估值和銷售規劃審議；

- c) 文件匯編及向有關機關提交申請文件；及
- d) 股票銷售的安排。

20. 這些步驟的立要目的是確保公開招股程序沒有構成誤導，以及市場在考慮所有相關信息後能適當地評估公司價值。因此，首次公開招股程序基本上是要求公司須做好向公眾出售股份的準備工作，但有關的招股計劃，只有在賣方(即政府)和市場對有關股票價值的看法均在相同的幅度內，方可進行。然而，股價的估值只有在完成所有相關程序後才可最後確定。現在讓我們扼要地介紹首次公開招股程序的各個主要步驟。

仔細審查和草擬招股書

21. 仔細審查是首次公開招股程序的重要步驟之一，以便全球協調人、包銷商和賣方詳細瞭解公司的業務，以及確認投資者必須知道的潛在風險因素，而這些風險因素亦必須詳列於招股書內。在一般的仔細審查過程中，全球協調人將會實地考察有關的公司，訪問公司的高級管理人員和政府官員，分析該公司的財務狀況，以及考慮必要的法律事項及其他相關事宜。

估值和銷售規劃審議

22. 在整個招股過程中，估值是一個持續的程序。在正式招股前，政府、有關的公司和全球協調人需就估值事項進行討論，對將用以向投資者進行推銷的初步價格幅度先達成協議。有關估值的討論將於仔細審查工作及所有所需的查核工作完成後才能正式開展。而我們必須明白在不同時間作出的估值幅度將有所不同，有關的估值將取決於一系列因素，包括市場前景、行業表現、公司增長潛力及經營業績表現。賣方決定估值幅度時，必須考慮上述所有因素。市場對上述因素的看法及這些因素對該公司的影響將會決定公司的最終價格。

文件匯編及向有關機關提交申請文件

23. 根據規定，申請上市公司必須向交易所及有關證券監管機關提交招股說明書及其他法律文件。擬備招股說明書需要對公司業務有全面了解，而招股書亦需附合法律的要求，包括資料披露要求、對投資者利益和關注事項的認識等。此外，招股說明書將同時在招股過程中作為向投資者推銷發行的主要文件。在香港，

聯交所上市規則詳細訂明必須刊載在招股說明書中的有關資料披露要求，以保障有關參與者的權益。招股說明書內容分為多個部份，主要包括：

- a) 業務概要；
- b) 風險因素/投資考慮因素；
- c) 管理層對公司的財務和營運的討論和分析；
- d) 資本值和財務報表；
- e) 行業概覽；
- f) 主要股東和發行安排；及
- g) 與發行有關的說明比如股本、包銷等。

這些資料的作用主要是確保投資者對該公司所提供的投資機會有適度的了解。

股票銷售的安排

24. 一個設計周密的銷售計劃是成功招股的關鍵因素之一。配合良好的定位戰略，公司將能具針對性地向目標投資者推銷，令股票的認購需求增加。銷售計劃的主要組成部份包括：

- a) **前期推銷活動** - 前期推銷活動是向市場初步推介發行，與此同時，讓全球協調人和公司能在正式推出發行前預先對當時市場氣氛和投資者的主要關注事項有所認識。此外，前期推銷活動可有助潛在投資者先行熟悉地鐵公司的投資故事。
- b) **巡迴推介說明會** - 巡迴推介說明會包括一連串與全球潛在機構投資者進行的小組說明會及單對單會面。這是公司高級管理層、政府和包銷商有效宣揚公司投資故事和消除投資者疑慮的最佳場合。對地鐵公司而言，公關宣傳活動將會全面推行，以盡量提高香港散戶投資者對有關發行的注意和參與的興趣。
- c) **累集認購訂單** - 累集訂單過程即全球協調人在前期推銷活動執行期間開始收集投資者給予的認購股票興趣指示，這過程將隨著巡迴推介說明會的推進而加快進行。投資者將依據不同價格水平表明其對買入有關股份的興趣。

- d) **定價/配置股份** - 通過累集訂單過程，全球協調人將決定最合適的定價水平和向投資者配置股份。定價和配置股份的目標為爭取最高的首次公開招股的收益、建立高質量投資者基礎和確保有強勁的售後市場表現。股票將在定價和配置程序完成後隨即開始公開買賣。

地鐵公司 - 投資的好機會

25. 如上文所述，首次公開招股程序涉及一系列複雜步驟，目的是為公司確訂合理估值創造有利條件的必須步驟。對地鐵公司而言，可通過與市場有效溝通，以一種能確保賣主可套現資產所含全部價值的方法出售股份。然而，在執行過程中，我們務須認清目標，別讓「森林中的其他樹」分散我們對這棵大樹的注意力；或用委員所講的有關「雞和蛋」的比喻。

26. 按此，地鐵公司為一家高質量公司，並擁有多方面的優越條件包括：

- 效率高和具盈利能力的鐵路
- 經驗豐富及一向表現出色的管理層
- 具有強大的增長潛力
- 家傳戶曉的公司形象
- 卓越的安全記錄和服務表現
- 穩健的財務狀況

除此之外，我們是必須具有一個明確和可預見的監管架構，以提供香港投資者參與投資這公司的機會。

美林集團(亞太區)有限公司 - (香港特區政府財務顧問)
高盛(亞洲)有限公司 - (地鐵公司財務顧問)
1999年12月