

本集團2006年股東權益增長為八百萬港元，每股權益(包括普通股及可兌換優先股)增加5%達到17港仙。

我們長遠的經濟目標是：每股權益達到平均年15%的增長速度，同時也要明顯超過恒生指數的平均增長。

去年我曾經指出：一份好的年報能讓有財務認識背景的讀者得到以下三個關鍵問題的明確答案：

1. 這家公司的大概價值是多少？
2. 在可見的未來，公司是否有能力兌現其所有的承諾？及
3. 公司管理層在工作上的表現怎麼樣？

可是這幾年來，本集團的財務報告有時並不那麼容易看明白。原因是這些報表都需要符合為了保障投資者而設定的一些會計要求，可這些措施有時會導致正式核數後的賬目與集團實際經營狀況的巨大差距，以致於沒有參與公司日常管理的股東們看財務報告時會有「霧裡看花」的感覺。

以下我嘗試以最簡單的方式去從新呈現我們的財務報表，以便令所有股東都能夠明白。我的報告對像是那些抱著長期投資心態的股東，他們信任公司管理層，但同時他們也希望每年能直接從集團主席口中聽到一次公司的實際情況如：集團過去12個月的業績如何？整體發展方向是否正確？在可見的未來主席對業務真正的看法是什麼？我採取的方式可能太過簡化了，但只要這些努力可以使股東們更瞭解所擁有的集團，就都是值得的。

財務報表分析

以最簡單的方式表達，我們2006年的綜合簡化收益表是這樣的：

	港元(百萬)
工程營業額	1,019
工程成本	(941)
	<hr/>
毛利	78
行政費用	(54)
	<hr/>
營運溢利	24
財務成本	(7)
	<hr/>
稅前溢利(工程業務)	17
利得稅	(2)
	<hr/>
稅後溢利(工程業務)	15
出售機器溢利	9
所持本地公司股票攤佔利潤	9
	<hr/>
純利	<u>33</u>

我需要說明一下所謂“所持本地公司股票攤佔利潤”。正如你所知，由於我們擁有一些本地上市公司的股權，所以我們是這些公司的股東。假設利基擁有X公司1%的股權，而X公司今年的稅後利潤是1億港元，無論X公司派股息與否，我可以名正言順的說利基可分攤到X公司一百萬港元的利潤，這是以上九百萬港元的由來。

財務報表分析(續)

接下來的一些演變，需要解釋一下：

演變一

所佔合營企業的營業額－利基的核心業務是建築和土木工程管理。正常情況下我們會獨自承建工程項目(「Solo項目」)，但當遇到項目規模龐大或技術要求高且複雜的情況時，我們也會和一個或多個其他承建商以合營方式合作(「合營企業項目」)。工程完成後，合營企業將會解散。兩者祇在法律形式上有分別，無論是何種形式，我們都要投入資金、管理、技術和人力等資源。但在目前會計規則下，合營企業的營業額不能入賬，而利潤則要以另外的「分攤合營企業利潤」一項入賬。所以為了反映企業情況，我在簡化報表上加入了合營企業項目的營業額(3.83億港元)，毛利(3,000萬港元)和所需付稅款(200萬港元)。

演變二

工程利潤確認－我們現有會計政策規定，所有工程項目祇有在完成了25%或以上的情況下，才可確認利潤，這是合理的。大多數項目都要在進行一段時間後，才能客觀地推算其利潤或虧損。會計政策也要求一旦發現有可能虧損的項目，要全數入賬，但有溢利的項目，則按完成比例入賬。這就是說，如果預計項目有一千萬港元利潤，當項目完成了70%時，祇可確認七百萬港元利潤。我完全認同這種審慎的處理手法，簡化收益表也是按這種準則做的。

財務報表分析(續)

演變二(續)

可是在處理索賠和合約變更方面，我的看法有所不同，讓我來解釋一下：

任何土木工程項目，在施工過程中都會有變更，有些是基於業主改變了對項目完成後的要求，更多是因為出現一些不可預見的情況。對於這些變更成本的確認和支付，偶爾可以通過業主與建包商協商而很快地解決，但更多的時候需要在項目全部完成後才能達成共識，有些甚至要以調停或仲裁的方式來解決。這些變更或索賠的收入，早已成為承建商正常收入的一部份，雖然最後的實際數目不易確定，管理層也應該在收益表內提供一個保守的數目。不幸的是，目前會計政策祇容許確認已與業主確認的變更／索賠，落到操作層面上，其實是要等款項到了我們銀行賬戶才可入賬。我拿一個真實例子來說明：我們有個項目在2006年初已完成，保守估計這個項目的索賠收入至少是五千萬港元。如果我們估算是對的，我們起碼要把大部份算入2006收益表，我在簡化收益表中就把其中三千萬港元作為2006年的收入。按實際的會計要求，這三千萬港元就由2006搬到2007年去了。就今年實際利潤才一千五百萬港元，這種處理方式影響利基報表的幅度會超過百分之百，由此可見其不合理程度。所以明年如果你看到業績出奇的理想，不要太早高興地認為管理層能力已大大提高。

演變三

投資利潤確認－以我們所持有那些公司的股權，按比例分攤下來，2006年所佔的利潤是九百萬港元，這就是你在簡化收益表中所看到的數字。可是這種演算法是不容許的，這方面的利潤實際是按所持股票的市場價格來確認。我不認同這種演算法，因為短期來說，股票的價格祇是供求關係下的結果，而我們真正想量度的是我們所擁有的公司的業績表現。因2006年股價大幅上升，這方面我們需要入賬三千九百萬港元，而不是實際上企業所產生的九百萬港元利潤，其間相差三千萬港元。長期來說(十年或以上)，雖然股價和企業利潤增長最後會吻合，但短期就難免產生扭曲，和實際營運脫節。

財務報表分析(續)

演變四

稅項撥備－其實去年我們工程業務無需付稅。你在核數後的報表上看到的二千五百萬港元稅項有五百萬港元是因為我們在投資上「賺」了三千九百萬港元，其餘的二千萬港元是前幾年一些合營企業的稅務處理，我們和稅務局是有爭議(詳情可看綜合財務報表附註14)的，不過這二千萬港元並不是一個真正虧損；最直接的結果是我們多了許多虧損撥備，祇要往後數年有盈餘，這二千萬港元可在所需付稅項中扣除，然而目前業務情況又再次被扭曲。

如果我們把以上那些「演變」算進去，原來的簡化損益表就變成了這樣：

	港元(百萬)
工程營業額	606
工程成本	<u>(587)</u>
毛利	19
行政費用	<u>(54)</u>
營運溢利	(35)
攤分合營企業利潤	27
財務成本	<u>(7)</u>
稅前溢利(工程業務)	(15)
稅項	<u>(26)</u>
稅後溢利	(41)
出售機器溢利	9
投資收入	<u>39</u>
純利	<u><u>7</u></u>

你可能注意到股票利潤處理上的差異(多了三千萬港元)剛巧抵消索賠／變更上的處理差異(少了三千萬港元)，這兩個報表主要不同是二千五百萬港元的稅款計算。想像一下如果上述兩個「差異」都是同時「多」了或「少」了，我們的報表將會是.....

財務報表分析(續)

對上述四個「演變」，我還能作出解釋；但對以下這個演變，我自己也摸不著頭腦：

演變五

少數股東權益 – 在一般財務報表上，少數股東權益是指持有集團附屬公司的少數股東。不過在利基報表上，少數權益卻是指約5%的利基股東。為什麼會這樣？你大概記得利基是在2004年由惠記集團有限公司(「惠記」)分拆出來的，以建築業務注入當時已委任臨時清盤人的I-China Holdings Limited(「I-China」)。因為業務的「注資」，原本持有100% I-China的股東，變成了持有5%利基。那時起我們就需要分列5%的利潤在財務報表為少數權益，這個數目也隨利基利潤而不斷上升。實際上根本不可能，也沒有必要將利基股東分成「新」或「舊」。我建議你從核數後的報表中看到這一項時，當它並不存在。到今天為止沒有人能告訴我誰是這些「少數股東」，和為什麼有這種需要，他們祇是說這是「正確」的做法。

我希望以上的分析對你理解利基「正式」的報表有幫助，最重要的是當你看任何一份年報時，要記住以下幾點：

1. 財務報表祇是你瞭解一間機構的開始，而不是終點。
2. 需要重視的是「什麼是真正關鍵的」而不是「會計上這能不能確認」。
3. 如果一些年報裡用上不少會計「技巧」，你要當心了，很可能管理層根本不想讓你知道實際情況。
4. 即使短期內(一、兩年)管理層可以用會計「技巧」迷惑你，但有一個試金石是所有管理層逃避不了的，那就是在一段合理時間內(比如五年)，這個機構每股資本的年平均增長率。如果你擁有的那家機構在過去五年中每股資產平均增長(包括股息在內)少於10%，那管理層並不算特別出色，因為如果你光是持有盈富基金，也許回報更好。

這也是為什麼我選擇用股東權益增長來向你彙報，損益表的處理彈性比較大，資產負債表就「真實」得多了。你也可以一眼看出：相比我們長期經濟目標，利基至今做得怎麼樣。

財務報表分析(續)

是時候來看一看利基的資產負債表，簡化了的報表大概是這樣：

	港元(百萬)
固定資產	51
商譽／無形資產	63
合營企業權益	47
流動資產	460
流動負債	(365)
長期負債	(94)
	<hr/>
股東權益	<u>162</u>

以下的解釋可以對報表有更清晰的瞭解：

1. 固定資產－這主要是指利基以往多年來買下的機械和設備。在某些機構，實際固定資產價值可能比報表上少，可是在利基可能正好相反。我們大部份資產是海事設備和船隻，以及陸上機械，經過多年折舊，賬面上價值已經很少，有些甚至是零。這也是去年我們為什麼有九百萬港元的出售固定資產溢利，因為我們出售了三艘船隻，而賬面上早已折舊了。總的來說，這一項被低估了。
2. 合營企業權益、流動資產、流動負債、長期負債－這些數字都是「貨真價實」的。我唯一有所保留的是，我們的股票投資是以市值入賬，而這個市值會因股票市場中投資者的情緒而不斷波動。
3. 商譽／無形資產－這個比較難處理。我們於2002年和2005年以三千三百萬港元分兩期買下Kaden Construction Limited(「Kaden」)。經過多年努力，現今Kaden有一個堅實而有效的團隊；在香港特別行政區環境保運輸及工務局(「環境運輸及工務局」)表現評分表名列前茅，手頭上有不少在建合約。而2007 Kaden在我們預算中將有溢利，這一切均是當年所沒有的。那麼今天Kaden的無形資產和商譽應該是多少？我傾向相信商譽值是增加了。但從來沒有人可以為商譽增值，反過來說，集團屬下的公司利達土木工程有限公司(「利達土木」)，也同樣具有Kaden所擁有的那樣一種商譽，但因為利達土木不是被收購進來的，所以就不容許在報表上加上商譽。純從商業角度來看，對這兩家公司的兩種處理方式互有矛盾，這就是商譽難處理的地方。利基「收購」I-China的「商譽」是我們當時付出價錢而換回的上市地位。這個「地位」可以不值一分，也可以值八千萬港元，看你問的人是誰。我們採用當時付出的價格，並不代表這是唯一的正確答案，我們祇是想不出更好的方案去處理。總的說，我相信在資產負債表中所用的商譽總數與商業上的真正價值應相差不遠。

財務報表分析(續)

我希望以上所說的一切不會給你造成我在與會計界作對的印象。其實問題出在大多數人的一種不現實的期望上，很多讀者，當他們看到一份核數師審核過的數字，天真地認為那些數字能精準到和圓周率一樣可靠。我們應該認識到，所有企業都是在一個複雜而不斷改變的環境中運作，而未來是永遠不確定的。企業的真正價值和其每年的盈利，充其量祇能推算到某一個上下限，而不可能有一個「一定準確」的答案。

在過去，會計處理都以「原則性」為依據，而專業人士也可根據情況運用他們的判斷力。但這十來年因一小部分人的會計作假，引起大眾和當局向會計界施壓，不斷增加規則，硬性地以同一方式對待所有行業，無論其性質有沒有根本性的不同。他們都認為這樣做就能保障投資者的利益。

在這種不斷追求「準確」和硬性不容許判斷和彈性(以為這樣就可以消除作假之現象)的情況下、要從本來就不可能確定的事物當中找一個「準確」答案，許多人都忘了一個最基本的原則—就好像畢菲特所說的「大致的正確總比精準的錯誤好」。

業務分析

本集團的核心業務為土木工程建造、投資環保基建、及通過購買股票的形式投資其他企業。短期內營業額主要將會來自建造，而盈利則會來自建造和企業投資。

建造

2006年集團的營業額(包括合營企業的份額)是9.89億港元，距我們15億至20億港元的目標還有一段距離。所以即使我們把總部開支方面控制得很好，但從百分比來說，2006年的5.5%是不合格的，離我們追求能有市場競爭力的3.5%差距太大。毛利成本就不高的合約標價、加上還需進一步改善的運作、以及很多合約最後結算的延遲，都導致今年整個建造部門出現了令人不滿意的結果。再有就是我們在香港承接了好幾個現金流差的合約(有幾個仍在進行中的項目)，結果令集團添加了沉重的財務借貸壓力，以及上升的利息支出。你會以為你們的主席，已經在建造業做了三十多年，一定會很清楚項目現金流的重要性，從而在投標時注重分析；遺憾的是，我們大都是在承接合約後才發現問題的嚴重性，而這種情況不止發生一次。在這種關鍵方面出現的錯誤，我有不可推卸的責任，最後結果是你我都因此遭受到損失。針對此問題，我們已經調整了投標準則，以防日後發生同類事件，而我相信到了2007年底，我們會把所有運作帶回到正常軌道。

業務分析(續)**建造(續)**

集團的業務主要在香港(佔85%以上)，中國人民共和國(「中國」)，以及小部份在中東及台灣。我們的長期目標是：有三分之一的營業額在香港以外，以減少對香港市場的依賴。

2006年各地區的業務表現如下：

香港

2006年我們錄得六百萬港元之虧損。過去我曾說過香港市場競爭激烈，中標難度高，而2006年我仍得說同樣的話。2006年下半年我們可以看到市場稍有好轉，但好轉主要是在房屋建築方面，而利基所屬的土木工程承建商仍存在工作量嚴重不足的現象。我們在2006年也承接不少新合約，但整體上說還是不夠。

就是再往遠看，我估計2007年和2006年的差別也不大，香港土木工程行業如果真的有改善，最快也要在2008年或以後。不過，根據利基手上已接的合約來看，我們2007年的業績應比2006年好。

中國

2006年，我們在這個地區錄得少於一百萬港元盈利。考慮到利基在此先後投入了總計六千三萬港元，這個結果和我們要求的15%的回報長期指標相差實在太遠。實際情況是，我們仍在摸索一個成功的商業模式，使利基能夠立足於我們認為有競爭力和特長的市場。這條路並不好走，我會向你定期匯報這方面的進展。

常州利駿建築工程有限公司(「利駿」)是路勁基建有限公司(「路勁」)和利基在常州設立的建築公司，專門承建路勁在常州的投資項目。2006年利駿已開始正常運作，雖然2006年的營業額並不可觀，但預計2007年營業額會有顯著增長。長期看，我相信利駿會為利基帶來穩定的工作量和合理的利潤。

中東／阿拉伯聯合酋長國(「阿聯酋」)

去年年報中，我預計2006年利基在中東會有盈利，但實際上尚未錄得盈利。不過我們對這個蓬勃發展且日益龐大的市場仍非常樂觀。去年九月利基和一家在當地營運了三十多年的著名承建商Arabian Construction Company(「ACC」)組成聯盟，此後我們投標機會和數目都大有增長，而且已有一個進行的中項目。除了海事工程外，我們也決定加大人力投入，將與ACC的合作層面擴展在阿聯酋其他的土木工程領域。

業務分析(續)

投資

去年我們所擁有的股票市場價格，不可思議地由原來面價五千六百萬港元漲了68%，達到九千四百萬港元。我估計這樣的當年漲幅，在我以後的投資中，都不大可能重現。不過，我們的股票組合價格相對其內在的企業價值而言，仍相當合理，並未被高估。

我們的目的是把利基一部份的資金，投入到那些從長期看會帶來合理回報的企業股票上。這也能平衡一下業績難免波動的建造業務。在選擇投資時，我們同樣在尋找那些每年能以15%的速度增長股東權益的企業。

我們在2004年4月投入資金五千萬港元，而到了2006年年底市價是九千四百萬港元。不過，我仍以擁有的企業利潤增長標準來衡量投資成績。如果我們要求每年15%的增長，那這些企業明年利潤應約一千零五十萬港元，我相信能夠做到。另一方面，我不想去估計股價的起伏，我需要做的是，當股價遠超出其真正價值時賣出，當股價跌到遠低於其價值時不為所動或買入更多。過去三年這個模式取得了不錯的效果，我也不打算作任何改動。從長遠看，此模式對股東也會有利。不過對投資來說，五年以上的成績才有代表性，我們不能太相信少於五年的成績。

環保基建投資

我們第一個環保投資項目，中國江蘇省無錫市的污水處理廠於2007年初已投入生產，較預期遲了多個星期。這個廠設計處理量為每日二萬噸污水，但開始運作的前幾個月，實際污水流量比預計少很多。我們估值大概需要一年左右的時間，處理量才能達到設計量。去年我曾說過，這個污水廠第一年運作並不會帶來實質的利潤，但自2008年起，我們相信污水廠會為利基帶來滿意的回報。

我們的願望是繼續尋找新的同類型投資項目，但目前我們不能走得太快，主要是因為利基的資產單薄，我們不願意只為了爭取多一點的總額回報率而借貸太多。穩健謹慎是利基所必須做到的。不過，我們會尋找對中國環保基建前景有信心，而又認為利基現有的平臺可以符合他們這方面要求的投資者與利基一起合作。

業務分析(續)

總結二零零六年的業務，同時也回答我文首提出的三個問題，我認為：

1. 利基核數後的資產報表，與利基真正商業價值不會差多少。唯一有差異的，可能就是個別投資者對商譽的判斷。
2. 集團兌現其承諾的能力是沒問題的。
3. 去年香港建築業普遍面臨困境，所以也不要預計能有什麼驚喜，但因一些決策和執行上的錯失，最後沒有任何盈餘就是令人失望的。加上我們在無錫市污水廠遇上的一些問題，得出的唯一的結論是去年管理層做得一般，並不是做得非常好，還有許多地方需要改善。不過我頗樂觀的希望我們以前所犯的錯誤，會轉化成日後能力的提升，為長期成功打下基礎。

公司管治

股息政策

基於利基資產薄弱(於二零零六年十二月三十一日股東權益為一億六千二百萬港元)，而我們建造的項目對營運資金需求量很大，所以利基目前沒有能力分派股息。不過我們會好好利用你們的資本，提供滿意的回報。

容許我說明一下：當利基在2004年由惠記分拆出來時，股東權益是九千六百萬港元；這三年來我們雖沒有派發股息，但也同樣沒有在市場集資；2006年股東權益已升至一億六千二百萬港元，每股權益也由十港仙升至十七港仙，所以你們的資金是隨公司增長了。去年我說過，當總權益達到三億港元時，我們才有資格考慮派發股息，希望這個日子不會等得太久。

公司管治(續)

經營理念和資產分配

建造業工程的最終結算一般在項目完成後的一年或一年以上才能解決，所有建造商都因此需要安排項目融資。雖然這很普遍，但有時會引起集團短期借貸比例過高。我認為財務穩健對利基是絕對重要，所以沒有打算光是為了一些回報而過度借貸，這種取向可能會拖慢建造方面增長的速度，可是我們並沒有更好的選擇。

我們對任何新的合併或投資會特別謹慎，但這方面我們要認識和提防絕大多數管理層的弱點：因為過份自信和不自覺的擴充意念，管理人就容易被收購、合併和新領域所吸引。就如杜克拉所說：「我告訴你一個祕密，收購合併的工作比日常工作具吸引力。收購合併既刺激又富有樂趣，工作卻是沉悶的。管理一個企業需要無止境的專注和細心，而收購合併卻是既浪漫又性感。所以才有這麼多非理性的收購合併。」

理論上說，任何企業都沒有必要有一個既定不變的策略，他們應該考慮的是什麼樣的決定對股東來說是最合理的。在決策過程中，他／她應比較各種運用資金的机会回報，這些機會也應包括從股票市場中購入良好的企業。誠然，你很難從祇想如何擴充規模的管理層身上看到這種紀律。

可惜的是，我們也沒能完全避免這種擴充心態，結果是股東們替我們交了一些這方面的學費。為了防止這種心態的擴張，針對我們所作的決定，在給你的報告裡，我都說明決定的原因和預計中的回報。當我每年填寫成績表時，最起碼要能解釋我們為什麼失敗及如何失敗的；而更重要的是，這樣做能防止我們找藉口及自我欺騙，促使我們去找出決策和執行過程中的不足，在有需要時，及時改變以避免造成更大的損失。

與股東溝通

我坦誠地向你們匯報，並在強調利基優點和能力的同時，也盡量指出集團面對的問題及不足之處，因兩者對評估本集團均屬重要。我的宗旨是做到設身處地向股東報告如本人身為股東亦希望知悉的業務事實。或許有些股東想在將舉行的股東大會上從副主席余世欽先生和我身上瞭解多些公司的運作，所以我希望所有股東都能撥冗出席股東大會，因為這是一個管理層和企業擁有者交流業務意見的好機會。

致謝

本人謹各本集團股東、商業夥伴、董事和忠誠勤奮的員工致以衷心感謝。

主席

單偉彪

二零零七年四月三日