

以供應鏈金融之名、行龐氏騙局：華業資本

（本文節錄自「貨幣觀測與信用評等」第134期，2018/11出刊）

陳惠玲

華業資本：
收購債權，全為假
至少損失 102 億
2018/10/15 違約

華業資本（600240）於2018/9/26公告，所收購的8.9億債權已於7/26～9/20到期但無法回收¹；經追償後發現，華業資本「供應鏈金融業務」（即債權投資業務）收購到的假債權，可能全數虛假——由出售方盜刻公章偽造出來的債權。估計華業資本因此損失至少101.9億，包括帳列64.4億金融資產、與擔保負債37.5億²。

次大股東造假、
消失
控股股東：被
騙、或共謀詐欺

因債權投資不能如期回收，華業資本遂無法償付2018/10/15到期的5億短期融資券³，構成違約——CCRQM的失誤案例再添一樁。

由於製造假債權的正是第二大股東李仕林，因此市場對於此案的看法有點歧異：究竟是控股股東周文煥不知情被騙，或者是聯手共謀掏空？就事發後，兩人均避不見面來看⁴，後者可能性很高。但本案運作期長、手法複雜並涉及P2P（個人借貸，俗稱影子銀行），佈局算大，很難說是單純的掏空。故，以下仍從業績造假之觀點來探討本案。

2015年資產重
組：
房地開發→
醫療供應鏈金融
服務

華業資本自2006年由周文煥接手成為新控股股東後，就轉往房地產開發。2014年因房地產業成長放緩，故思多元發展，啟動資產重組：以現金21.5億（溢價12.2億，131%）向李仕林收購捷爾醫療⁵100%股權，跨入醫療行業。捷爾醫療的經營層也進駐董事會⁶。當時，李仕林雖未持股，但於

¹ 2018/9/26公告：關於子公司投資應收帳款未按期回款及履行差額補足義務的公告。

² 公司委派律師走訪債務人（陸軍軍醫大學第一、第二、第三附屬醫院），向債務人出示文件：恒韻醫藥與華業資本（含子公司）簽署的《債權轉讓協議》、《應收帳款債權確認書》、債務人出具的《確認回執》，債務人否認《債權轉讓協議》列示的債務，相關文件上的公章為偽（偽刻公章，即「蘿蔔章」），所有債務並不真實。

2018/9/28公告：關於公司債務追償小組工作進展的公告。

³ 即「17華業資本CP001」，2018/10/16公告，2017年度第一期短期融資券未按時足額償付債務融資工具本息的公告。

⁴ 李仕林失蹤、控股股東周文煥以其澳大利亞籍之身份滯留在外。

⁵ 捷爾醫療=重慶捷爾醫療設備有限公司。

⁶ 二人進入董事會：尹艷：捷爾醫療的執行總裁、劉榮華：捷爾醫療的總經理。

(收購醫療器材商債權—保理業務)



神奇實現業績承諾

2016/8受讓原第二大股東華保宏實業華業資本股權15.33%⁷，自此成為新的第二大股東。

捷爾醫療是醫療器材代理商，出貨給重慶地區醫院。2014年營業額約2億、淨利約0.7億。但所承諾的業績目標超高，但這三年均達成，且2016與2017年之實現率均為102.8%，相當神奇。如表一所列：

表一、華業資本資產重組相關的承諾：捷爾醫療盈利*

單位：人民幣百萬元

捷爾醫療	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合計
承諾*	131.53	220.17	298.34	367.06	410.71	419.29	1,847.10
實績	139.35	226.44	306.82	-	-	-	-
實現率	105.9%	102.8%	102.8%	-	-	-	-

*盈利：歸屬於母公司所有者的淨利潤（扣除非經常性損益後孰低）。

資料來源：2015~2016年報，"第五節重要事項"中的"二、承諾事項履行情況"。

重組，轉入保理業務

- ◆ 重組，創造17億無形資產（商譽12億、收益全5億）
- ◆ 投資收益爆增
- ◆ 金融資產部位爆增
- ◆ 利差，大起落

不過，此次資產重組的成長模式，並不是「醫療代理」業務的直接擴大，而是「醫療供應鏈金融服務」：以捷爾醫療作為切入點，收購醫療器材供應商對三甲醫院⁸的債權⁹，賺取價差。意即，讓華業資本跨界進行特定行業的融資服務——保理業務，其財務自然大幅改觀，如表二所示：

- ◆ 2015年無形資產及商譽帳面餘額大增近17億，除了高溢價收購捷爾醫療所致的商譽12.2億，捷爾醫療還帶入6.1億的無形資產——土地權1.2億與收益權4.9億。
- ◆ 2015年收入看似變化不大，僅增加近2億的醫療收入，營收占比僅4%；但投資收益卻爆增到近5億，利差高達67%；2016年更驚人：投資收益擴至9億、財務費用雖由3億上翻至5億，但利差再拉高，達83%。
- ◆ 投資操作的高利差，來自金融資產部位之大幅擴增：由2015年的20億一舉擴至2016年的50億，2017年更達70億。
很顯然，華業資本的營運模式已然由房地產開發，急轉為金融操作。
- ◆ 值得注意的是，超高利差未必能持穩。2017年的利差跳崖式下墜，只剩10%——雖然仍高於行情。

⁷ 以三個旗下公司名義：重慶祿壺醫療科技有限公司、重慶滿壺醫療科技有限公司、重慶玖威醫療科技有限公司，各5.11%，截至2018/9，仍為第2、3、4大股東。

⁸ 三級甲等醫院，簡稱「三甲醫院」，是依照中國現行《醫院分級管理辦法》對醫院實行“三級六等”的劃分等級中的最高級別。

⁹ 醫療設備銷售，一般會採分期付款。

表二、華業資本2015年以來的業務構成變化

單位：人民幣百萬元

年	總額	營收 房地產	醫療	%	稅前 利潤	投資 收益	%	財務 費用	利 差	總 額	資產 房地	(帳面) AFS	OAR	IP	ITA
2014	2,751	2,720	0	0%	581	86	15%	213	-	16,888	8,286	1,720	600	1,129	163
2015	4,681	4,451	181	4%	1,266	497	39%	297	67%	20,263	6,073	2,050	3,376	1,141	1,852
2016	5,203	4,467	671	13%	1,636	897	55%	490	83%	19,499	3,963	5,024	801	2,366	2,092
2017	3,862	2,906	892	23%	1,127	658	58%	596	10%	20,853	3,456	7,059	316	2,394	1,796
2018H1	2,760	未揭露			1,274	572	45%	273	110%	19,874	2,889	6,414	-	2,394	1,794

AFS：備供出售之金融資產

OAR：其他應收款—股權轉讓款

IP：不動產投資

ITA：無形資產+商譽

2018上半年，金融利差雖再度飆高達110%，但隨之而來的就是所持的金融債權無法回收、資金斷鏈、10/15違約。

3年好業績，暴斃？

三年好業績，突然暴斃，我們要問的是，什樣的模式，可以讓帳列金融資產64.4億，全為假債權？理由很明顯，這64.4億債權收購自恒韻醫藥¹⁰——第二大股東李仕林之事業。通常，過於集中的交易，造假就方便。

一問：
何以收購之債權能同日全倒？
◆收購自單一來源
◆RPT+單一→假

我們得再問：如此集中、且全來自關係人，何以財報未反映、市場未警覺？37.5億的鉅額擔保，何以未列於財報上？這就得靠「創意」十足的二個會計手法了。當然，基於「無罪推定」原則，不能逕行假設華業資本為了隱匿關聯方交易而進行特異的會計處理。

二問：
何以財報未揭露債權收購，全為RPT？
→創意會計：平台

金融業的營運理念，獲利要提高，除了透過拉高利差、降低呆帳及作業成本等營運面技能之外，必得擴大財務槓桿。所以，華業資本在2016年，不僅繼續以自有資金直接收購債權（「直接受讓」），還創造了「資管計劃」與「合夥企業」二種模式，也就是其所謂的「醫療金融平台」¹¹：

◆資管計劃：與北信瑞豐資產管理公司（簡稱瑞信）合作，設計資產管理計畫，對外募資——引入市場資金，即P2P之融資平台業務；

¹⁰ 恒韻醫藥=重慶恒韻醫藥有限公司。

¹¹ 2015年年度報告（P.10）：「為進一步降低投資成本、減少資金佔用、提高投資回報率，公司管理層決定與金融機構合作搭建不超過200億元醫療金融平台，用於收購三甲醫院應收帳款債權、成立醫療供應鏈基金、信託計畫、有限合夥企業等金融產品，其中公司在金融產品中的投資規模不超過40億元，本事項已經公司六屆二十五次董事會及2015年第五次臨時股東大會審議批准。」

資管計劃 + 合夥
企業

↓

糾團買債權

↓

糾團者：華業資本

團員：散戶 + 金融機構

平台：金融資產
免揭露其內部作業

→ 不知出售方、
RPT 未揭露

但，公告均標示
RPT

→ 分析者自力救
濟

三問：
何以平台能擴大
槓桿？

◆ 一般平台：中
介管理

◆ 華業資本：保
本保息

風險最終承擔者

◆ 與金融機構共同設立合夥事業：景太龍城¹²發行投資產品，從事債權之收購—引入金融機構資金。

概念上是由華業資本號召各方金主，糾團向醫療器材商收購醫院債權；華業資本的號召力，就來自其所收購的捷爾醫療團隊。

金融平台模式與直接受讓模式的會計處理，最大的不同是：直接受讓，將所收購的債權帳列「其他應收款」項下，並須列出交易對手（至少前5大債權的收購對象）。但金融平台模式，則以「備供出售之金融資產¹³（簡稱AFS）」列帳，不必揭露金融資產之內部作業，自然可完全隱匿其出售方。不過，華業資本的公告很實在，所有的帳款收購，均以「收購應收帳款債權暨關聯交易的公告」作為公告之標題。會計師明顯失職，分析者得自力救濟，多注意公告。

圖三所列為此三種營運模式之資金流程、帳列方式與曝險部位。

瞭解了出售方何以隱而未現一事，再來就得問，何以金融平台能擴大槓桿？一般而言，平台業者扮演居間撮合與管理（確保交易履行）之角色，信用風險則是投資者自付。但中國的P2P資金競逐劇烈，若不保本保息，恐難成功糾團。所以，華業資本的金融平台，由金融業者找金主（資金供給者）、由華業資本負責推薦收購對象（找資金需求者），並對參予認購的資金供給者保本保息。華業資本作為剩餘價值之最終受益人，當價差高、呆帳低時，也可享受超額報酬；反之，則在承受所有損失之外，還須多支付平台投資人所要求的報酬。換言之，以「對外擔保」之形式擴大財務槓桿。

¹² 景太龍城=景太龍城投資管理中心（有限合夥）。其股東主要為：至為投資管理（北京）有限公司、長城新盛信託有限責任公司，華業資本投資前者（聯營企業，採權益法認列損益）。

¹³ 中國稱為「可供出售金融資產」。

圖三、華業資本供應鏈服務的三個模式

	模式 1：直接受讓	模式 2：資管計畫(信託基金)	模式 3：企業合夥
資金 流程			
入帳	其他應收款	<ul style="list-style-type: none"> ◆可供出售金融資產—其他 ◆保本保息承諾負債 	<ul style="list-style-type: none"> ◆可供出售金融資產—其他 ◆保本保息承諾負債 ◆長期股權投資
2018/6	19.3 億	可供出售金融資產(其他)：61.9 億 長期股權投資(聯營企業)：0.1 億(至為投資管理(北京)有限公司)	

四問：
何以財報未揭露鉅額的對外擔保？
或有負債全都漏？

◆ 配套機巧：
子公司次順位債權 + 為子公司擔保

可是，何以華業資本財報上的「對外擔保」自2016年起就掛零¹⁴，何以能不揭露或有負債？機巧之處在於二項配套：

◆ 差額補足承諾：由子公司扮演次順位受益人（簡稱「劣後級份額」），對優先順序受益人（簡稱「優先級份額」）提供保本保息之保證。

當合作的資管機構發行資管計劃等投資產品時，華業資本會由子公司西藏華樂¹⁵認購劣後級份額，並簽署《差額補足承諾函》，約定以現金替優先級份額的本息提供擔保。

實際作業程序中，西藏華樂按月墊款¹⁶支付優先級份額固定利息；到期收取帳款後，也先償付「優先級份額」之本金，剩餘款項才歸西藏華樂。若收取帳款不足，西藏華樂須補足，此即「差額補足」義務。

¹⁴ 僅於2015年度財報的期後事項，揭露「對外重要擔保」。

¹⁵ 西藏華樂=西藏華樂投資有限公司。若無法募足，會以另一個子公司國銳民合（北京國銳民合投資有限公司）名義參與認購優先級份額。

¹⁶ 此之所以2018/6母公司報表中，墊付子公司超過80億，多為此類保證金。

◆ 揭露機巧：
漏「差額補
足」或有負
債，誤導
對外擔保→為
子公司擔保

◆ 連帶保證義務：由華業資本對子公司的履約提供連帶保證。
為了確保西藏華燦能履約，華業資本為西藏華燦提供連帶保證¹⁷。若西藏華燦無法補足差額，則由華業資本補足。

財報並未完整揭露該配套，僅揭露「為子公司之擔保」，卻無「差額補足承諾」之或有負債。這作法，就將「對外擔保」魚目混珠為「為子公司擔保」。CCRQM因這嚴重低估風險，監理機構顯然也被誤導。

綜合以上手法，結果就如表四所列。

表四、華業資本其他應收款、AFS（資管計劃）、為子公司擔保之餘額 單位：人民幣百萬元

	2015/12	2016/12		2017/12			2018/6			
	合計	西藏華燦	其他	合計	西藏華燦	其他	合計	西藏華燦	其他	合計
信瑞	-	374	171	545	73	-	73	-	-	-
景太龍城	-	1,343	2,841	4,184	2,258	3,031	5,289	1,419	2,017	3,436
民生德潤	-	87	-	87	-	-	-	-	-	-
大業信託·盈富系列	-	-	-	-	656	294	950	1,034	1,197	2,231
致博三期	-	-	-	-	352	-	352	352		352
華熠醫療	-	-	-	-	161	10	171	161	10	171
合計(A)	-	1,804	3,012	4,816	3,500	3,335	6,835	2,966	3,224	6,190
華業資本為子公司擔保(B)	-	6,782	600	7,382	8,718	3,344	12,063	8,011	2,307	10,318
槓桿(B/A)	-	3.76 倍	-	-	2.49 倍	-	-	2.70 倍	-	-
其他非流動資產—收購其他債權*	3,376	-	801	801	-	316	316	-	-	-

*2015年=慈慷醫療328+慈恩健康2,343+恒韻醫藥706；2016年全為慈恩健康；2017年全為恒韻醫藥。

假保理經不起縮水：
2018年下滑1成（資管新規衝擊）
→缺下一隻老鼠、泡沫破滅

◆ 2015年，剛布建此業務，僅有「直接收購」模式；而收購的對象，除了恒韻醫藥之外，尚有非關聯方的慈慷醫療、慈恩健康。當年底之債權餘額高達33.8億。

◆ 2016年，開始布建「平台」模式，當年底資管計劃之理財產品餘額增至48.2億，但替西藏華燦之擔保高達67.8億，意即槓桿倍數近4倍。這年的收購對象全集中到恒韻醫藥，而直接收購業務也隨之萎縮。

¹⁷ 2015年年度報告（p.138），十四、資產負債表日後事項（3、對外重要擔保）。

- ◆ 2017年，理財產品餘額大增5成達68.3億，替西藏華樂之擔保高達87.2億，槓桿倍數降到2.5倍。
- ◆ 2018/6規模下降約1成，但卻像老鼠會崩盤：當無法吸收新資金時，高獲利之泡沫就難持續——華業資本的資管業務，跟一般P2P沒兩樣，也受到資管新規之衝擊。

我們認為，此案財報雖有隱匿之實，但其公告訊息可用性頗高：關聯方交易、出售方唯一、出售方規模與其售出債權規模不相當——恒韻醫藥總資產僅約20億、營收僅約10億，何以能出售高達百億之債權？

教訓：
財報有鬼！
公告有用！

當然，公告也有不盡實在之處：如華業資本於2018/9/20回覆上交所的問詢函時，表示醫院應收帳款債權回款正常；事實上早於7/26、8/23分別有3.45億、3.43億無法回收。更甚者，已有逾期情事，但仍於2018/8/23、2018/9/5公告繼續向恒韻醫藥分別收購2.1億、1.1億債權——難怪市場質疑控股股東共謀掏空。

本案，以P2P影子銀行之形式行龐氏騙局，導致嚴重虛增淨利。對我們來說，最大的教訓是財報疏漏頗多、公告得好好讀。

有關華業資本的背景，請詳附錄A。

參考資料

1. 2006/12/8 華業資本關於上交所對公司2016年年度事後審核問詢函的回復公告。
2. 2017/6/15 華業資本關於上交所對公司2018年半年度報告事後審核問詢函的回復公告。
3. 2018/9/20 華業資本關於公司債務追償小組工作進展的公告。
4. 2018/9/28 華業資本關於子公司投資應收帳款未按期回款及履行差額補足義務的公告。
5. 2018/9/26 百億大騙局：女股東偽造欠條消失 華業資本股價跌停，新浪財經。
6. 2018/9/28 華業資本：一場陽謀，還是一場騙局？談天說債。
7. 2018/10/9 華業資本百億債權迷局 業績踩線完成背後存隱秘關係，新浪財經。
8. 2018/10/10 華業資本百億元蘿蔔章騙局背後：二股東設下連環套，證券日報。
9. 2018/10/11 兩企業債券同爆違約 兌付危機續擾債市，搜狐財經。
10. 2018/10/10 華業資本百億債權爆雷 陷前所未有的危機，大紀元。
11. 2018/10/10 華業資本百億應收款爆雷：逾期後為何仍收購7億債權？一財網。
12. 2018/10/10 華業資本首期5億元債券違約 大股東持股被強平24萬股，重慶商報。
13. 2018/10/16 獨家：昔日徽班翻版 周文煥進京意欲何為？騰訊財經。

附錄A、華業資本的背景（600240）

原名內蒙古仕奇實業股份有限公司，於1998/10由內蒙古仕奇集團有限責任公司(簡稱內蒙古仕奇集團)發起，協同聯合呼和浩特市第一針織廠、呼和浩特市紡織建築安裝公司、內蒙古塞北星啤酒有限責任公司、包頭市信託投資公司，共同設立，經營紡織業務，控股股東為內蒙古仕奇集團，國有法人。

2000/6/28，在上交所上市，交易所簡稱「仕奇實業」。

2002年~2003年，連續虧損，2004/4*ST。

2003/10，深圳華業發展有限公司(簡稱華業發展)向內蒙古仕奇集團收購仕奇實業29%股份，成為新的控股股東，田強為實際控制人；內蒙古仕奇集團成為第二大股東。

2004/4，深圳華保宏實業也向內蒙古仕奇集團等發起股東取得仕奇實業27.48%股份，替代內蒙古仕奇集團成為第二大股東。

2004年~2005年，進行資產置換，置出虧損的紡織業務，並置入北京及深圳的房地產業務，2005/6更名為「內蒙古華業地產股份有限公司(簡稱華業地產)」。

2006年，收購北京房地產業務，再更名為「北京華業地產股份有限公司」。

2006年，實際控制人田強將華業發展之股權賣給盛大控股，實際控制人因此變為周文煥。仍以北京房地產開發為主營業務。

2015年，展開資產重組，以21億收購醫療器材代理的捷爾醫療，跨入醫療業務。