

以「PPP」之名造假業績：神霧集團

(本文節錄自「貨幣觀測與信用評等」第129期，2018/1出刊)

陳惠玲

與三聚環保類似，神霧集團¹下的神霧環保（300156）及神霧節能（000820）也屬業績大幅成長的「白馬股」，媒體稱為「神霧雙雄」。在神霧集團借殼上市後，置入資產，此二公司營收及獲利立刻大躍進，業績大飆升。令人不安之處仍是：高獲利，卻未帶入現金流量，如表一所示。

表一、神霧環保、神霧節能之業務飆升

單位：人民幣百萬元

| 年月 | 神霧環保(2014/8 借殼上市) | | | | 神霧節能(2016/12 借殼上市) | | |
|-----------|-------------------|---------|-------------|-------------|--------------------|---------|-------------|
| | 2013/12 | 2014/12 | 2015/12* | 2016/12* | 2014/12 | 2015/12 | 2016/12* |
| 營業收入淨額 | 277 | 301 | 1215 | 3,125 | 305 | 243 | 865 |
| 營收成長率 | -62% | 9% | 304% | 157% | 28% | -20% | 256% |
| 營業利益 | -65 | -10 | 210 | 820 | -5 | -18 | 416 |
| 來自營運之現金流量 | -550 | 270 | 109 | 218 | -34 | -292 | -104 |
| CFO-營業利益 | -484 | 280 | -101 | -602 | -29 | -274 | -520 |
| 員工人數 | 533 | 373 | 552 | 772 | 1,933 | 1,971 | 671 |
| 每人營收 | 0.52 | 0.81 | 2.20 | 4.05 | 0.16 | 0.12 | 1.29 |

不過，神霧雙雄比三聚環保透明得多。財報已明寫，主要大客戶均為控股股東的關係人²，隱匿狀況不明顯。但媒體於2017/5/25質疑神霧環保的關係人銷售過高，暗指其有隱匿之嫌；並質疑神霧節能最大客戶之毛利過高、還款能力可疑³；二者股價因此跌停。

事實上，當天其獨立財務顧問招商證券的首席分析師也即時為文澄清⁴：關係人無隱匿之情事、神霧節能也於期後（2017/4之前）收回第一大客戶的帳款⁵。然而，深交所仍於2017/5/26發出問詢函，2017/6/5公司回覆。

¹ 神霧集團：北京神霧環境能源科技集團股份有限公司。

² 透過關係人拉高業績，是借殼上市創造業績之手法。但入主方承諾借殼後，降低關係人之依存度。神霧節能就承諾：江蘇院的關聯銷售於2016年~2018年的上限，逐年下調：30%、25%、20%。

³ 葉檀，《神霧集團：對不起賈布斯 我用你的套路實現了你的夢想》。

⁴ 朱純陽、張晨、弋雋雅、王嘯，《葉檀嘩眾取寵可以，但不好意思，你惹到的是我》。

⁵ 但神霧節能並未於2017/3的財報上，說明帳款回收之狀況（神霧環保，有專表說明財務數字重大變化）。

其後平靜了一段時日，但於2017/7/10神霧雙雄再度跌停，公司遂於2017/7/17停牌，以資產重組之名，繼續停牌，預計停牌半年，到2018/1/17才復牌。過程如表二所示。

表二、神霧環保、神霧節能因媒體質疑，股價大跌紀事

| 事件日 | 神霧環保 | 神霧節能 |
|-----------|---|---|
| 背景 | 2014/5 神霧集團成為最大股東，股權 20% 2014/8 更名，由天立還保，更名為神霧環保 2014/8 神霧集團，無償贈與"神霧熱裝式節能密閉電石爐"相關專利及其工藝包 2015/7 神霧集團將旗下的"北京華福神霧工業爐有限公司"移轉給神霧環保，股權拉高到 43% | 2015/8 神霧集團以旗下的江蘇冶金院，置入金城造紙，借殼上市(反向併購)。 2016/12 更名，由金城造紙，更名為神霧能源 |
| 2017/5/25 | 葉檀財經(自媒體)發文，指稱第 1、2、5 大客戶均為關係人交易，並有隱匿關係人交易、虛灌業績之嫌，當日股價跌停(跌幅 10%) | 葉檀財經(自媒體)發文，質疑其第 1 大客戶高達 72%毛利的真實性(印尼大何錫合金有限公司)。 |
| 2017/5/26 | 停牌(一直停到 6/4，均不能交易) | 同左 |
| | 交易所發出問詢函，提出 9 個問題 | 交易所發出問詢函，提出 6 個問題 |
| 2017/6/5 | 回覆問詢函，提出「創新型工業類 PPP」模式作為解釋 | 回覆問詢函 |
| | 復牌 | 同左 |
| 2017/7/10 | 機構拋售，再度跌停 | 同左 |
| 2017/7/14 | 三度跌停 | 同左 |
| 2017/7/18 | 停牌，以資產重組之名，預計 2018/1/17 復牌 | 同左 |

停牌是資本市場上的另一種「違約」：公司剝奪股東「流通性」之權利。如前所述，神霧雙雄既無隱匿、鉅額帳款也已回收，理應不致於淪落到停牌半年這等慘狀。我們認為，是斧鑿太深、讓非關係人的「圈外人」對於由控股方主導的交易真實性起疑。這圈外人，不僅是廣大的股民，還包括神霧環保「創新型工業類PPP」營運模式所需的地方政府、金融機構。

以下就以神霧環保為代表，觀察其斧鑿。如表三所列表為2016年度的前5大客戶。其中引發質疑的就是第1、第2及第5的三大客戶，以下分述其轉折及深交所疑問。

情境 2：借殼—反向併購

表三、神霧環保的前5大客戶：2015及2016年度

單位：百萬元

| 客戶名稱 | 2016 年度 | | | 2015 年度 | | | 關係說明 |
|--|---------|-------|-------|---------|-------|-------|--|
| | 排名 | 金額 | 占比 | 排名 | 金額 | 占比 | |
| 烏海洪遠新能源科技有限公司(原名：烏海神霧煤化科技有限公司)(簡稱「烏海洪遠」) | 1 | 1,287 | 41.2% | | | | 2015/9 設立*，2016/6 售出 90% 股權。2016/9 引入中國長城 AMC** 資金，持股降至 1.69%，神霧集團 25% |
| 新疆勝沃能源開發有限公司(簡稱「新疆勝沃」) | 2 | 1,036 | 33.1% | 1 | 452 | 37.2% | 神霧集團間接持股 20.83% |
| 內蒙古港原化工有限公司 | 3 | 346 | 11.1% | 2 | 223 | 18.4% | - |
| 新疆博力拓礦業有限責任公司 | 4 | 149 | 4.8% | | | | - |
| 包頭博發稀有新能源科技有限公司(簡稱「包頭博發」) | 5 | 132 | 4.2% | | | | |
| 山東德辰科技有限公司 | | | | 3 | 154 | 12.7% | |
| 北京華福工程有限公司 | | | | 4 | 154 | 12.7% | |
| 纖維紙業工程貿易有限公司 | | | | 5 | 135 | 11.1% | |
| 合計 | | 2,949 | 94.4% | | 1,118 | 92.1% | |

*緣由神霧集團之子公司「北京神霧資源綜合利用技術投資管理有限公司」設立，於2015/11移至神霧環保旗下（0元收購）。

一、第1大客戶「烏海洪遠新能源科技有限公司」，簡稱烏海洪遠

烏海洪遠

- ◆ 原子公司
 - ◆ 2016/11 換手 + 引資
 - ◆ 2016 年成為 1st 大客戶
- ↓
PPP 模式

烏海洪遠，雖是2016年的第1大客戶，其實成立不到2年，本質上是神霧集團的一個小分身：2015/9成立，原置於神霧集團之子公司「北京神霧資源綜合利用技術投資管理有限公司」旗下；但於2015/11變卦，改掛到神霧環保之下，成為神霧環保之子公司。於2016/6將90%的股權轉予管理股權的金融機構「前海恒澤榮耀（深圳）基金管理有限公司（簡稱前海恒澤）」，出售價5,400萬元，近於帳面值。

從這兩次轉手，看得出來僅是神霧集團下的劃轉，並無實質意義。有意義的是剝離後的引資：於2016/9中國長城資產管理股份有限公司聯合三個國有企業，成立「長城新盛信託有限責任公司」，再協同神霧集團共同成立「長新衡盛（杭州）投資合夥企業（有限合夥）（簡稱長新衡盛）」對烏海洪遠增資4.92億，長新衡盛持有烏海洪遠83.11%股權，前海恒澤及神霧環保之持股則分別降至15.20%、1.69%。而神霧集團（烏海洪遠實質控股者）則間接持股25%。

烏海洪遠於2016年與神霧環保簽定4份合約，總額40.3億。2016年實現入帳12.9億，成為神霧環保的第一大客戶，貢獻其4成的營收及毛利。

深交所質疑：

- ◆ 股權移轉價
- ◆ 烏海洪遠何必採購
- ◆ 前海恒澤資金哪來
- ◆ 烏海洪遠能付款？

深交所質疑四項：股權移轉價之合理性、烏海洪遠向神霧環保採購之必要性、前海恒澤資金來源及烏海洪遠有無能力支付貨款。如前所述，此股權移轉無經濟實質。值得注意的是後二者：到底烏海洪遠所採購的工程有無下家、能否付得起鉅額工程款？到底前海恒澤是否為神霧集團的人頭？

這三者都在猜想一種可能：神霧集團集資，下單給神霧環保、造業績⁶。對資本市場而言，若最終客戶未取得，則僅是「塞貨造營收」，虛耗資金；若無下家，則哪來資金支付？

神霧環保回覆

- ◆ 前海恒澤資金，非來自神霧集團
- ◆ 烏海洪遠沒下家客戶
- ◆ 烏海洪遠用資本付款：PPP 模式

神霧環保的回覆，僅確認了前海恒澤的資金，並非來自神霧集團。至於獨立下家客戶，目前確定是不存在，單純只是神霧環保替烏海洪遠打造設備工程，以備未來之用。烏海洪遠既無客戶，如何支付工程款？

神霧環保的解法，與三聚環保很像，但用了一個很炫的說法「創新型工業類PPP」模式。由神霧集團承攬工程，而該工程資金來自地方政府的產業基金或銀行融資。這與我們所知道的PPP（Public-Private Partnership，公共私營合作制）剛好相反——通常PPP是引入產業私部門資金，配上公部門資源（土地、公部門權力），完成基礎建設。

烏海洪遠將投
100 億

- A. 自有 5.92 億
- B. 烏海市 4 億
- C. 神霧環保 2 億
- D. 前海恒澤 18 億
- E. 貸款 70 億

在神霧環保的定義下，烏海洪遠的專項計畫總投入100億，自有資本30億，70億融資——此為支付神霧環保工程款之來源。目前烏海洪遠的資本僅約5.92億，烏海市政府將出資4億、神霧環保出資2億、其餘18億由前海恒澤另找投資人。至於貸款70億，則由烏海市政府出面組織金融機構聯貸50億，其餘20億確定者1.5億、有意向者10億。很顯然，烏海洪遠的付款全看內蒙古烏海市政府的能耐。

到此，我們發現，以集團觀點，烏海洪遠標案之取得及執行⁷，僅是生

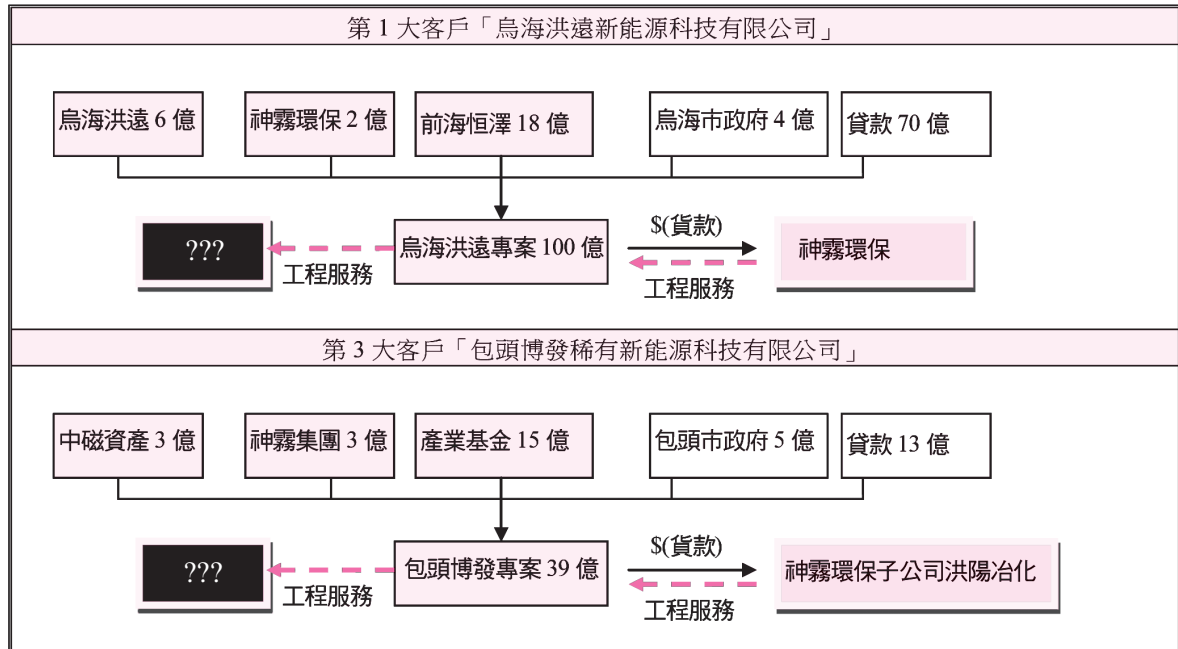
⁶ 烏海洪遠與神霧環保均為神霧集團的分身，技術、客群均相同。此二分身的營運模式有二：平行單位，分別對外接單；或組成上下游，下游接單。為使所有接單利多，全數反映到資本市場，採後者較有利。

⁷ 2017/3神霧環保的子公司洪陽冶化工程科技有限公司，收到烏海洪遠59.5億的中標通知，加計2016年取得的40億合約，總計近100億。

情境 2：借殼—反向併購

產備料，還算不上是業績——此之所以市場會三度跌停、公司長期停牌！整個運作，如圖四所示。

圖四、媒體質疑：神霧環保「創新型工業類PPP」模式



二、第3大客戶「包頭博發稀有新能源科技有限公司」，簡稱包頭博發

包頭博發成立於2015/8，為神霧集團的全資孫公司⁸，於2016/11將90%股權轉予中磁資產管理（北京）有限責任公司（簡稱中磁資產）⁹，再於2017/3移轉剩餘的10%股權。

第 3 大客戶
包頭博發專案，
如法炮製

由於2017/5神霧環保的子公司洪陽冶化工程科技有限公司（簡稱洪陽冶化）標到包頭博發38.6億之標案，引起深交所之注意，提了幾個疑問：股權移轉後是否仍為關係人？包頭博發財務狀況欠佳，如何支付高額工程款？

據公司的回覆，包頭博發的營運模式與第一大客戶烏海洪遠類似。

⁸ 神霧集團之子公司「北京神霧資源綜合利用技術投資管理有限公司」所設立。

⁹ 中磁資產為徐康翔的一人公司，功能是產業基金。

總工程款將以26億自有資金及融資組成。依據包頭市政府（包頭市城鄉發展投資有限責任公司為代表，簡稱包頭發展投資）、神霧集團及中磁資產三方的投資合作協議，包頭發展投資出資5億，占股19.23%；另二人各出資3億，占股11.54%；剩下的15億則由中磁資產組建產業基金來籌募。截至回覆問詢函時，包頭發展投資及產業基金各有5億到位。至於融資部分，仍由包頭市政府出面邀請。取得資金後，就可用以支付工程款。

控股股東 + 地方政府～超級業績

此二大客戶的運作狀況，與三聚環保雷同：控股股東搭上地方政府，作成投資協議，合組專案公司，籌資後由協議投資的私部門自動得標，對得標公司而言，等同於自己去標自己的工程。

風險：建廠無效益時誰擔？

這運作惟一的風險是，若建廠效益不符預期時，投資協議的私部門有無補償義務？也可能，地方政府是無條件力挺得標廠商。若是前者，等同於將未來的成本當成今天的營收來認列；若是後者，就屬政商關係議題。目前尚無法區分，有待繼續觀察。

@@後記（2019/9/12）

媒體的質疑果然成真¹⁰，神霧環保於2018/3/14公告無法依約履行「16環保債」之回售，落入違約。神霧節能也有小部分借款逾期，也落入違約。不過2017年二者財報均呈現獲利狀態，2018年才大認虧損，會計師也同步出具「無法表示意見」之審計報告。

參考資料

1. 葉檀財經，《神霧集團：對不起賈布斯 我用你的套路實現了你的夢想》，2017-05-25。
2. 朱純陽、張晨、弋雋雅、王嘯，《葉檀嘩眾取寵可以，但不好意思，你惹到的是我》，2017-05-25。

¹⁰ 就此案而言，自媒體葉檀KO掉「名門正派」的證券分析師團隊——前者顯然贏在中立性。