

盲目倒貼無效投資而垮臺：利源精製

(本文節錄自「貨幣觀測與信用評等」第 135 期，2019/1 出刊)

高妮璋

隱匿設質資訊
2016/3開始設質
還原調整
基本等級：3→4

2010 年上市後，利源精製（002501）的基本等級一直都在中低風險的第 3~6 級之間；但在 2018/7/28 起的 1 個月內，卻是負面消息不斷，甚且爆出違約。

◆ 2018/7/28 公告：實際控制人王民夫妻全部持股因債務糾紛被司法凍結。深交所於 8/1 發出關注函要求解釋，在利源精製的回覆中，才揭露董事長王民夫妻早在 2016/3 就開始將股票質押給券商、籌措資金、供應利源精製營運投資之需。

意即，財報有三大錯誤：一是隱匿關聯方融資 9.88 億¹；再則是隱匿設質。後者導致 CCRQM 之綜合評分偏高。經還原其設質狀況後，2016/6~2017/12 之基本等級由第 3~4 級降至第 4 級——影響有限。如表一所示。

表一、利源精製 2016/6-2018/6 調整設質比前後的基本等級（GD）

	實際十大股東設質比			評分 影響	調整前		調整後	
	王民夫妻設質數 (億股)	十大股東持股 (億股)	十大股東設質 %		綜合 評分	GD	綜合 評分	GD
2016/6	1.27	3.21	40%	-19	124	3	105	4
2016/12	1.51	3.49	43%	-20	111	4	91	4
2017/6	1.6	5.13	31%	-15	135	3	120	4
2017/12	2.42	5.2	47%	-21	120	3	99	4
2018/6	2.67	4.96	54%	0	58	6	58	6

◆ 2018/8/1 公告：2018 上半年之業績，由原預估的成長 15%² 轉為虧損 0.75 億~1 億。業績逆轉之解釋：主因子公司「瀋陽利源軌道設備軌道有限公司（以下簡稱「瀋陽利源」）」投資未達效益，資金大幅積壓於設備，無足夠資金備料，致營收大衰。

8/1下修 2018 上半年獲利，盈轉虧

◆ 2018/8/1 公告：20 個銀行帳戶因涉及借款糾而被法院凍結。

◆ 2018/8/14 在回覆交易所之關注函中，才揭露利源精製與瀋陽利源於 2017

¹ 依 2018 之半年報。

² 2018/4/28 首度公佈 2018 上半年業績預告，預估獲利成長 15%。

<p>隱匿民間借款資訊 低估 DE</p>	<p>年底開始向非金融機構調度資金，且各有 1.4 億及 0.5 億之借款於 2018/4/11 及 2018/5/18 逾期³。至此，違約情事才爆發。</p>
<p>財報造假 深交所質疑 6 項問題 問題 3、5、6 嚴重</p>	<p>此隱匿，反映出財報的重大錯誤：民間借款誤列到其他應付款，致 CCRQM 低估公司借款依存度。雖然還原調整後影響極微⁴，但「民間借款」的質性隱匿，影響就大了。</p> <p>由這一個多月的爆雷，可確定 CCRQM 完全無法反映利源精製的風製的風險，顯然是大失誤。這有兩種可能：財報造假或 CCRQM 忽略了部分因素⁵。就 2018/6 重編財報來看，前者可能性較大。以下說明此重編過程。</p>
<p>財會品質差 —重複認營收 —合併帳務未全沖銷 —帳款轉列預付款 內控差： 不知資產被查封，存款被凍結</p>	<p>在利源精製發布 2018 年半年報後，深交所隨即於 2018/9/7 發函詢問，針對財報數字，提了 6 項問題，最值得探討的是第 3、5 及第 6 項。透露出嚴重的內控缺失與極其惡劣的會計品質。以下分述⁶：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 問題 3、在公司資金極缺之情況下，何以預付帳款較期初爆增 5 倍、達 3.75 億，工程及設備預付款也大增 86%、達 6.58 億？ <p>→公司回覆：「2017 年下半年起廠房設備陸續竣工投產，但業務量較小。為了使瀋陽利源能夠具備一定的承接訂單的能力，並通過生產製造使新招聘工人儘快成為熟練工，上市公司母體將部分業務及訂單轉移到了瀋陽利源。由於公司財務人員變更頻繁，客戶同意配合公司訂單轉移後又出現反復，以及董事長王民身體狀況欠佳等因素，公司存在重複計</p>

³ 關於深交所關注函回復的公告。2018/8/2 深交所發關注函要求解釋與寧夏天元投資管理有限公司等之債權糾紛與帳戶凍結之詳情。原要求 8/7 解釋，但公司 8/14 才回覆。

⁴ 經還原調整，借款依存度由原來的 64% 提高到 76%，綜合評分僅調降 5 分。

⁵ 基於董事長夫婦早於 2016 年起就以股票質借，支應利源精製之資金需求來看，可以先排除經營層掏空挪用之可能性。

董事長曾於 2018 年初，還承諾增持股票（2018/2~2018/8），但未執行，被深交所發關注函[2018]第 292 號），要求公司解釋。利源精製於 2018/8/18 回復，因公司無力償還對王民的借款，致王民無資金增持股票。

⁶ 2018/10/12 公告：關於深交所問詢函回復的公告。其中列出深交所於 2018/9/7 發函詢問《關於對吉林利源精製股份有限公司 2018 年半年報的問詢函》（中小板問詢函[2018]第 14 號），另 3 個問題及回覆如下：

問題 1、相較於 2017 上半年，何以經營活動產生的現金流量（簡稱 CFO）由 7.61 億大降至 -4.18 億？→公司回覆：CFO 流出係因銷售額下降、及 4.6 億銀行保證金列入「支付其他與經營活動有關的現金」。

問題 2、相較於 2017 上半年，毛利率何以由 37% 降至 31%？→公司回覆：2018 年原材料價格上升及銷量下滑，單位分攤之固定成本增加，導致毛利率衰退。

問題 3、在營收問大幅減少下，何以銷售費用同比增加 48%，達 571 萬元→公司回覆：因瀋陽利源為開拓新市場產生較高的招待費，與維修成品庫等耗材增加。

內部未審核關係人借款交易，財報也未揭露

算銷售收入，合併抵銷不完整，以及應收帳款重分類計入預付帳款的情況。」「但鑒於公司財會力量薄弱的現狀，無法準確確定上述事項對半年度報告相關資料的影響程度，公司計畫聘請年度財務審計機構對相關情況進行專項審計，結合審計結果調整公司帳目後再對該問題予以回覆。」

→此回覆相當令人錯愕，利源精製竟然自承營收亂灌、帳亂沖，且沒能力清理亂做的程度，得另聘會計師進行審查。若果，那之前的財報可信嗎？

- ◆問題 5、何以固定資產 88.97 億元被查封、銀行帳戶被凍結，未依規揭露？

→公司回覆：利源精製於 8/2 收到深交所的關注函，被要求「進行查核是否存在其他應披露而未披露的重大訴訟和仲裁等事項」，才「派人至瀋陽、遼源兩地的不動產登記中心對公司土地、房產狀態進行自查，才知道 1.65 億元債務糾紛已導致瀋陽利源所有廠房均被司法查封。由於瀋陽利源被查封的廠房為司法保全查封，公司未收到協助執行通知書，因此未能知悉查封的具體時間。」

→此回覆也令人不解，如「查封」這等大事，公司竟能聲稱一無所知。若果，則財報與實際營運的距離，恐怕難以道理計。

- ◆問題 6、應付實際控制人借款期末餘額為 10.43 億元，是否對該關聯交易履行應有的審議程式和資訊披露義務。

→公司回覆：沒有。利源精製自行補充說明，王民夫婦質押股票、取得借款再轉借給公司，利率相同，並未從中取得利益。

→此回覆，坦承內控付諸闕如。

利源精製聘了中准會計師事務所進行 2018 上半年度的專項審計，並於 2018/12/4 公告重編後的半年報：虧損爆增 5 億，重行評分後，其基本等級由中度風險的第 6 級降至高風險的第 9 級。

中准會計師專項審計，重編 2018 半年報

手法：

虛灌營收、掩飾債權

多項錯帳透過預付款

表二所列為其差錯調整較重大的科目，以及主要事由。標示為 4 類：提前認列營收、歸還借款沖錯帳、退回存貨漏沖帳、營收錯帳虛增。由錯誤類型，除了反映出營收虛灌的意圖之外，更反映出掩飾虛假債權的居心。所以，假營收的應收帳款，轉入預付款項、在建工程、固定資產等等，各式各樣的科目。由此可見，「預付款項」已成了公司混亂作帳的垃圾桶——只要是不欲人知的，統統往預付款塞。循此邏輯，才能理解何以還借款，會作成「預付款項」。

表二、2018 上半年財報重編主要科目及原因

單位：人民幣億元

科目	原編	重編	差異	主要差異原因說明
流動一預付款項	3.7	0.6	-3.1	a、接單後即開發票，提前認列收入與相關債權，部分誤入預收款項 1.9 億，更正減列。 b、歸還實控人王民之借款 4.7 億，誤列其他非流動資產的預付款項 3.96 億(其中 2.46 億轉列固定資產)、流動資產的預付款項 0.77 億，更正減列。
存貨	2.4	1.2	-1.2	c、客戶取消訂單、相關存貨退回，漏入帳，虛增存貨 1.2 億，更正減列。
固定資產	122.8	120.3	-2.5	b、歸還實控人王民之借款 4.7 億，誤列其他非流動資產的預付款項 3.96 億(其中 2.46 億轉列固定資產)、流動資產的預付款項 0.77 億，更正減列。
在建工程	13	10	-3	a、接單後即開發票，提前認列收入與相關債權，部分誤入預收款項後又轉到在建工程 3 億，更正減列。
其他非流動資產一預付款項	6.6	4.8	-1.8	b、歸還實控人王民之借款 4.7 億，誤列其他非流動資產的預付款項 3.96 億(其中 2.46 億轉列固定資產)、流動資產的預付款項 0.77 億，更正。
短借	37.1	32.4	-4.7	b、歸還實控人王民之借款 4.7 億，誤列其他非流動資產的預付款項 3.96 億(其中 2.46 億轉列固定資產)、流動資產的預付款項 0.77 億，更正減列。
營收	9.1	2.8	-6.3	a、接單後即開發票，提前虛認 5 億營收，更正減列。 d、編製合併報表漏沖銷 0.6 億營收，更正減列。 d、重覆認列 0.6 億營收，更正減列。
成本	6.2	5.1	-1.1	a、接單後即開發票，提前虛認 1.1 億成本，更正減列。
淨利潤	-0.9	-6.4	-5.5	

2017/8之後
財務總監一職
如燙手山芋？

換言之，2018 上半年的財報造假，只是亂做帳，毫無手法可言。問題是，什麼樣的財會主管，可容許這樣的自結報表？其實，利源精製自上市以來，均由張瑩瑩擔任財務總監，相當安定。但張瑩瑩於 2017/8 辭任後，就一直處於青黃不接的狀態。如表三所列。較值得注意的是：

- ◆ 張瑩瑩，顯然是匆匆離任，搞得董事長自行代理了 1 個月；
- ◆ 張瑩瑩在 2017 半年報公布前離任，之後接任的財務總監王立國，也在 2018 半年報公佈前離任；
- ◆ 王立國與利源精製的淵源頗深，既是上市時的簽證會計師，也是獨立董事。在 2017/9 轉任財務總監，救火成分高。
- ◆ 接任王立國的獨立董事高原，淵源也深：利源精製 2012~2014 年間的簽證會計師。
- ◆ 現任者為新任總經理沙雨峰。本案爆發前，董事長王民就於 2018/7/11 辭任總經理，由沙雨峰接任。在王立國於 2018/8/30 辭任財務總監後，由沙雨峰暫代其所有職務。截至 12/26，尚未聘任獨立財務總監。

表三、利源精製財務總監變更狀況

上任日	財務總監	其他職務	卸任日	備註
2008/11	張瑩瑩	董事、兼董秘	2017/8/4	2017/8/15 公布半年報 未有繼任者，即行辭任
2017/8/4	王 民	董事長	2017/9/5	由董事長暫代
2017/9/5	王立國	兼董秘 原獨立董事轉任 (2015/3/20~2017/8/2)	2018/8/30	2018/8/31 公布半年報 曾任簽證會計師(簽 2007~2010 財報)
2018/8/30	沙雨峰	總經理、兼董秘	-	由總經理暫代

可能疑點：

- ◆ 母公司未擴產，營收成長 22%？
- ◆ 2017 年由母公司轉業績給子公司

由財務總監的燙手狀況，可合理推論：2018 上半年的自結報告品質，很可能是 2017 第三季之後的常態——意即，出自內控流程與財會極差的體系，財報的公允性極可疑。如前段問題 3 之回覆，就是一個問題：明明瀋陽利源未有營運，但為了融資需要，卻硬由母公司利源精製移轉分配業績；而利源精製設備並未擴增，但於 2017 年營收卻能成長 2 成。當然，這還有待深交所的追蹤，我們希望在 2018 年度的財報，有所更正。

不過，不管怎麼說，財務僅是營運的反應。財務燙手，表示其營運燙手。何以故利源精製的營運如此燙手？何以故 CCRQM 會忽略？問題的根源在於 2015 年啟動的「瀋北新區軌道車輛投資案（以下簡稱軌道車案）」。如表四所示，2014 年底利源精製手上的現金有 26.1 億，為歷年新高，但 2015 年隨即縮減為 4.2 億，2017 年底更僅剩 1 億。錢到哪去了？很顯然，就是資本支出 106.9 億吃掉了。

表四、2011 年~2017 年利源精製現金流量統計

單位：人民幣億元

年月	期末現金	CFO	CFI	CFI-資本支出	CFF	CFF-現增	CFF-借款
2014	26.1	-	-	-	-	-	-
2015	4.2	8.4	-39.7	39.7	9.3	0	12.1
2016	2.8	7.1	-29.1	29.4	20.8	1	21.6
2017	1.0	12.8	-37.7	37.8	23.1	29.6	-0.8
合計	-	28.3	-106.5	106.9	53.2	30.6	32.9

先來瞭解一下本投資案。利源精製於 2014 年底響應瀋陽市政府促進產業轉型升級計畫，於 2015/4 和瀋陽政府簽訂軌道車案。該案為瀋陽市政府重點項目，除特別成立利源專案服務工作領導小組外，還承諾未來遼寧省各

2015~2018 年瀋陽軌道車案失敗

嚴重超支
舉債投資
試車不順

地及瀋陽市軌道優先使用公司的產品⁷。利源精製因此於 2015/5/7 設立瀋陽利源作為專案之執行單位。預計投入 42.3 億，2018 年完工，運轉後年營收可達 136.6 億，年獲利 11 億。

然而建造過程中，嚴重超支、自有資金募資不順；且 2018/7 建造完成後，試產不順。

- ◆ 工程嚴重超支：原預計投資總金額已於 2015/6 調高預算到 55 億；但 2016 年底實際投資額累計已達 60.3 億，超支 5 億；2017 年底廠房完工時，投資額累計近百億，總工程超支約 40 億。

- ◆ 自有資金增資不順，賴舉債支應：鉅額投資原擬以現金增資支應，2015/4 本擬募資 30 億、2015/6 加碼到 40 億；並同步提出 2 個非公開發行股票方案，擬向金融機構募資 40 億、員工持股計畫募 4 億。

但 2015/6 正逢中國股市暴跌，募資受阻，不斷延後，一直到 2017/1 才由金融機構認募 30 億、員工持股計畫認募 1.7 億。這遠遠不能支應百億的資本支出，故以借款 40 億支應。整個募資經過，請詳表五。

表五、利源精製募資經過：非公開發行股票案

年月	期末現金
2014/12/25	公佈非公開發行股票預案，募資 30 億投入軌道車輛製造及鋁型材深加工建設項目，金額 42.3 億。
2015/3/10	宣布向王民及透過員工持股計畫募資不超過 4 億。
2015/6/10	上修 2014/12/25 非公開發行股票預案募資額為 40 億，投資金額增為 55 億。
2015/10/9	因中國 2015 股災，股市不佳，取消 2015/6/10 公佈的 40 億非公開發行股票方案。
2015/10/19	證監會通過 2015/3/10 之 4 億非公開發行股票案。
2016/3/7	完成向王民及員工持股計畫的非公開發行股票案，但實際募資金額為 1.7 億。
2016/3/9	重新啟動非公開發行股票案，預計募資 37 億。
2016/7/19	募資金額降為 30 億。
2016/12/7	中國證監會核准公司非公開發行股票，募資 30 億。
2017/1/20	完成 30 億非公開發行股票案。

⁷ 2015/6/10 關於就軌道車輛製造及鋁型材深加工建設項目與瀋陽市瀋北新區人民政府簽訂協定書及項目完成備案的公告。

教訓

政策性投資仍有
風險
實控人支持態度
轉變

- ◆ 試產不順：2017 年底建廠完成後，開始試產，但樣車推出時程一延再延。原預計 2018 年過年（2/15-2/21）前後推出樣車，春節後仍無動靜，市場信心動搖，董事長王民還宣布增持股票提高市場信心。實無進展，利源精製雖於 4/28 解釋，由於部分零組件供應商未交貨，影響生產計畫，樣車將延至 2018/7 推出。但 5/2 總工程師鄭祥建辭職，2018/7 仍沒見樣車推出，利源精製的危機全面曝光。

軌道車案雖是瀋陽政府重點工程，但此案補貼款極低，截至 2018/6 僅拿到 2.8 億補貼款。此之所以，董事長王民夫婦只能靠自己，私下設質股票籌資。不過在樣車推出無望時，董事長竟然向利源精製索回借款 4.7 億⁸，成了壓垮利源精製的大稻草。

所以，教訓是：響應政府的政策性投資案，不代表無風險；靠實控人的倒貼，是撐不久的——這正是 CCRQM 忽略之處：如何警覺到投資計畫的失控與實控人的倒貼，還待研究。

有關利源精製的背景，請詳附錄 A。

參考資料

1. 2017/12/16 吉林省冶金產業轉型升級實施方案，吉林日報。
2. 2017/7/27 利源精製「造高鐵」項目「吸金」百億？樣車試製延期一年多仍遙遙無期，每日經濟新聞。
3. 2018/8/14 關於非公開發行 A 股股票預案修訂情況的公告。
4. 2015/6/10 關於募集資金投資專案「軌道車輛製造及鋁型材深加工建設專案」實施進展公告。
5. 2017/12/4 關於瀋陽子公司軌道車輛整車樣車的進展公告。
2018/4/27 關於股東所持股份質押、司法凍結及輪候凍結的公告。
2018/7/28 關於公司及子公司部分銀行帳戶被凍結的公告。
2018/8/1 2018 年半年報業績預告修正公告。
2018/8/1 關於就軌道車輛製造及鋁型材深加工建設項目與瀋陽市沈北新區人民政府簽訂協定書及項目完成備案的公告。
2015/6/10 深交所（中小板關注函[2018]第 273 號）。

⁸ 可能是想留一點青山，也可能想用來回購股票，無法確知。

- 2018/8/1 深交所（中小板關注函[2018]第 277 號）。
 - 2018/8/2 關於深交所關注函回復的公告。
 - 2018/8/4 關於深交所問詢函回復的公告。
 - 2018/10/12 關於深交所問詢函回復的公告。
6. 2018/12/3 五大區域帶三新瀋陽首造“軌道車”從利源開往世界。

附錄 A、源精製的背景（002501）

利源精製前身為 2001/11 成立的遼源利源鋁業集團有限公司，2008 年變更為股份有限公司，2010/11 股票於深交所掛牌。公司以鋁錠、廢鋁及鋁棒為主要原料，用以生產鋁製品。其上市時的招股說明書提到公司對採購採用“以銷定產、以產定購”方式，根據客戶訂單及生產經營計畫採用分批形式向供應商採購。

對鋁錠採購訂價：依據上海長江有色金屬現貨鋁價格。

對鋁棒的採購：係向電解鋁廠商採購電解鋁並委託其加工為鋁棒，並依據電解鋁價格 + 加工費為訂價基礎。

公司採用直銷與經銷兩種銷售方式。其中，工業材及深加工材基本通過直銷，部分建築材也直接銷售給下游大型門窗、幕牆企業，如瀋陽遠大等。部分建築材通過經銷商銷售。銷售訂價依據基準鋁價 + 加工費的訂價原則，和龍頭廠中國忠旺訂價方式相同。其中基準鋁價一般採用以下幾種方式：

- (1) 客戶預付全款情況下，依據訂單日前某段時間的上海長江現貨鋁平均價格為準。
- (2) 客戶預付部分貨款的情況下，依據訂單日前某段時間的上海長江現貨鋁平均價格為準，但若訂單日與發貨日之間鋁錠價格變動超過 1000 元 / 噸，則按照發貨日前一段時間的上海長江現貨市場的平均鋁價作為基準鋁價。

其下游客戶分為兩群，其中工業鋁型材及深加工產品之客戶群多集中在消費電子、汽車、軌道交通、電力設備、醫療器械、機電設備等領域，包括消費電子廠商廣達電腦、汽車零元件廠商（長春英利、和龍雙昊高新技術）、軌道客車廠商（長春軌道客車、唐山軌道客車、長春惟思得交通設備、長春研奧電器、IFE- 威奧軌道車輛門系統、青島海立泰新型複合材料）、醫療器材廠商（北京島津醫療器械）、電力設備廠商（山東泰開高壓開關）、工業自動化廠商（瀋陽萊茵機電）、航標器材廠商（瀋陽藍天移動機電設備）等。

至於建築鋁材方面的客戶，則包括瀋陽遠大集團（全球最大建築幕牆提供商，比重約 8%）、哈爾濱隆迪科工貿公司（東北最大建築鋁型材經銷商之一）、哈爾濱華加新型建材（東北大型鋁型材門窗生產商之一）、及內地市場各地的大型建築鋁型材經銷商為主。

公司主要生產據點在吉林，因此 7 成營收來自東北地區，其餘 3 成營收則來自華北及華東。公司所屬鋁材產業因終端產品用途廣泛，各廠商的客戶差異大，產業競爭不明顯，公司是東北、華北地區僅次於遼寧忠旺集團有限公司（香港上市公司 01333.HK 中國忠旺子公司，2008 年亞洲最大鋁材製造商）的鋁型材供應商，其他的競爭對手則有吉林麥達斯鋁業（01021.HK 麥達斯控股之子公司）。

2011 年產能 5.6 萬噸，年營業額 12 億，2017 年底產能拉升到 12.7 萬噸，年營業額 30 億。控股股東及實際控制人為王民、張永俠夫婦，2010 年底持股比例共 36%，不過未參予 2013 年之 14 億及 2017 年之 30 億非公開發行募資案，2018 年底持股比例降到 22.3%。

上市後，2013 年非公開發行 A 股，募資 14 億，2014 年發行公司債 10 億，2015 年初又宣布看好中國鐵路建設前景，故擬再辦理非公開發行募資案，資金用於軌道車輛製造及鋁型材深加工建設項目。2015/4 公司和瀋北新區簽訂年產 1,500 節軌道車輛項目的合約，但全案因公司工程預算控管失當，又募資不順，且試產不如預期，樣車無法推出，幾近失敗，2018/4/11 公司倒帳。