

對賭第三年、獲利爆衝以達標：台海核電

(本文節錄自「貨幣觀測與信用評等」第 133 期，2018/9 出刊)

高妮璋

台海核電(002366)是一家核電設備公司，據稱是全中國的核電站主管道龍頭¹。

對賭第 3 年
獲利爆衝，剛好
達標

5/15 交易所問詢
5/28 市場報導藉
RPT 灌假業績

台海核電於 2018/4/28 發布 2017 年度爆增 1.5 倍的獲利，引發深交所的問詢、要求解釋²。雖然台海核電未依規公告此問詢事件，但媒體嗅到氣味，於 5/28 有 4 篇文章質疑其獲利真實性。台海核電於 5/29 發出澄清公告、5/30 回覆深交所之問詢，但這些回應正好坐實市場的質疑：台海核電為了達成借殼上市之對賭協議，遂以關聯方(關係人)交易，製造出全年 10.1 億超高利潤，剛好達到 3 年總獲利 13.9 億之承諾。

在進入本案細節之前，先來看看此「疑似」造假之根本誘因：對賭協議之本末。

對賭協議：
2015 借殼上市
業績承諾：
2015，3.0 億
2016，5.1 億
2017，5.8 億
↓
2015 實績 0.2
億，改對賭協
議：逐年，改累
計 13.9 億
↓
2017 結算年

台海核電的控制股東「煙海市台海集團有限公司(以下簡稱台海集團)」入主中小板的「四川丹甫製冷壓縮機股份有限公司(簡稱丹甫股份)」，進行資產重組，置入台海核電，於 2015/7 完成借殼上市。台海集團及其實際控制人王雪欣承諾台海核電將於 2015 年、2016 年及 2017 年分別獲利 3.0 億、5.1 億及 5.8 億。

然而，2015 年度，實際淨利僅 0.2 億元，遠低於承諾數，台海集團理應履行業績補償：註銷所持的 0.63 億股權(占台海集團 1.83 億股的 34%)。但台海集團持股已設質 74%，無法解質取得足額的股權。台海集團就以此為由，轉而變更利潤補償方式：由逐年計算補償變更為累計計算補償，只要 2015~2017 年累計獲利達到 13.9 億，台海集團就算達標。此變更於

¹ 據 2018/5/29 媒體報導 "是國內唯一同時具備二、三代核電機組主管道製造能力的產商，核電主管道市占率達 50~60%"。

"三代鍛造主管道市場佔有率超 50%、主泵泵殼占國內市場 50%"、也是 "全球唯一一家同時具備二代和三代核電主管道生產能力的製造企業" (2017 年報 p.10)。

² 《關於對台海瑪努爾核電設備有限公司 2017 年年報問詢函》(中小板年報問詢函【2018】第 105 號)，公司未公告此問詢函。

2016/5/20的股東會順利通過³，2017 年就是結算年。

通過之後，台海核電 2016 年獲利 3.7 億，加上 2015 年的 0.2 億，距離 13.9 億，仍有 10 億之遙。深交所曾於 2017/4/18 發函詢問如何能達標？並於 2017/4/21 就 2016 年度的業績爆發，發函詢問。是故，當深交所觀察到 2017 年度更誇張的爆衝，且獲利 10.1 億巧合的正好補齊承諾缺口，自然再發問詢函。

以下就從深交所的問詢函來看其財報的疑點，本案雖未立案調查，但造假成分頗高。表一所列，為 2 年度之問詢函。

表一、台海核電 2016、2017 年報問詢函

	2017 年度*	2016 年度*	備註
A	何以業績能爆衝：營收成長 104%(達 18.5 億)；獲利成長 158%(達 10.1 億)？	何以營收成長 207%、獲利成長 2131%？ ◆何以 3.8 億之核級材料銷售毛利高達 73%？ ◆何以政府補助金成長高達 887%，達 0.6 億？合理與否？	懷疑：業績為假
B	何以淨現金流量為-1.0 億，與淨利潤悖離？	何以淨現金流量衰退 57%，與淨利潤悖離？ ◆何以應收帳款餘額增長 69%，達 4.68 億？備抵損失率 9.9%合理與否？	懷疑：無效營收
C	何以第 4 季度之營收及獲利占全年比重均偏高，達 35%？		懷疑：期末作帳
D	向關聯方銷售高達 16.1 億，對淨利貢獻金額為何？交易屬實、公允嗎？ 何以前 5 大客戶占比高達 87%，遠高過 2016 年的 69%？	何以前 5 大客戶占比高達 69%？	懷疑：找特定人作帳 (關聯方、隱匿的關聯方)
E	工程合約之收入成本認列是否合理？請會計師說明	何以「已完工未結算」存貨高達 7.5 億(存貨 12.7 億)，合理與否？	懷疑：操弄完工比例法
F	何以應收帳款餘額增長 282%，達 7.8 億，但備抵損失率僅 8.1%，比 2016 年的 9.9% 低？		
G	何以存貨跌價損失提列高達 0.7 億，較 2016 年增加 10 倍？	何以管理費成長 57%？	

*：整理自「關於深圳證券交易所 2017 年年報問詢函回復的公告」（2018/5/30）、「關於深圳證券交易所 2016 年年報問詢函回復的公告」（2017/4/29）。

³ 股東會上的同意比例高達 99.86%。

情境 2：借殼—反向併購

RPT貢獻

- ◆ 營收 65%
- ◆ 淨利 99%

總的來說，前 5 項就是懷疑其業績虛飾：透過關聯方或特殊客戶灌業績、不當使用完工比例法認列工程收益，也才有毛利特高的新業務、可疑的補助金、第 4 季的作帳行情、高掛的帳款、現金流量反方向之現象。邏輯很清楚，由台海核電的財報及回覆，看得更清楚。如表二所列的關聯方營收及淨利潤，就可發現，雖然來自關聯方營收僅占 65%，但淨利潤卻有 99%均是關聯方餵養。其中，控股股東台海集團，是業績的主要來源：營收占比 43%、獲利占比 79%。此即表一 D 項之疑問。

值得注意的是，銷售額雖高，但收款狀況不差，截至 2017 年底，帳款僅 1.0 億。

表二、台海核電 2017 關聯方營收及淨利潤

單位：人民幣百萬元

關聯方	關係	銷售額	占比	淨利潤影響額	占比
煙海市台海集團有限公司(台海集團)	控股股東	1,074	43%	804	79%
煙台瑪努爾高溫合金有限公司	台海集團控制	307	12%	68	7%
台海瑪努爾核原(上海)能源設備有限公司	台海集團控制	157	6%	109	11%
德陽市九益鍛造有限公司	子公司德陽台海之少數股東	53	2%	14	1%
煙海市凱實工業有限公司	王雪欣家庭成員控制	22	1%	10	1%
關聯方合計		1,613	65%	1,005	99%
台海核電整體		2,470	100%	1,014	100%

資料來源：「關於深圳證券交易所 2017 年年報問詢函回復的公告」（2018/5/30），銷售額可由財報取得。

至於表一 C 項，台海核電的解釋就有點趣味：主因台海集團於 2017/7~11 簽約採購容器鍛件，合約總價 36.1 億⁴；台海核電「對生產專案進行了合理的安排及調整，產能利用率有所提升」所以「第四季度實現的收入及利潤較前三季度有所提高」。如表三所示，2017 年下半年容器鍛件營收約 8 億，毛利率高達 88%。第 4 季總營收 8.6 億，毛利率由第 3 季的 64% 跳增到 79%，可確定容器鍛件之銷售全於第 4 季入帳。最棒的是台海集團付款爽快，到 2017 年底全付清。

好得不像真的，目的只有一個：達成業績承諾。

⁴ 合約總額，有多種版本：據 2017 年報所述，為 37.5 億；據其 2018/5/31 的公告為 36.8 億。

表三、台海核電 2015~2017 年產品構成：毛利率

單位：人民幣百萬元

年度比較	2017			2016			2015			2017H2			2017H1		
	收入	毛利	%	收入	毛利	%	收入	毛利	%	收入	毛利	%	收入	毛利	%
容器類設備及鍛件	799	703	88%	-	-	-	-	-	-	799	703	88%	-	-	-
核電站-回路主管道	569	429	75%	155	77	50%	59	26	44%	97	98	101%	472	331	70%
核級材料	276	202	73%	382	279	73%	-	-	-	68	46	67%	208	157	75%
技術服務	0	0		177	166	94%	120	-	-	118	10	9%	188	70	37%
石化裝備產品	306	80	26%	124	49	40%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	520	264	51%	373	121	33%	215	169	78%	336	179	53%	184	85	46%
	2,470	1,678	68%	1,210	692	57%	394	195	49%	1,418	1,035	73%	1,052	643	61%

其實在 2016 年度，台海核電也有高毛利 3.8 億的「核級材料」銷售，引起深交所問詢，但無下文。2016 年台海集團並未涉入關聯方銷售。

至於 2016 年度質疑的「已完工未結算資產」，在 2017 年深交所不再提。但深交所仍要求會計師對建造合約之收益認列做說明，這引發市場質疑：何以故建造完成未移轉之工程能認列收入？事實上，這是完工比例法的會計處理，迨無疑問。問題在於，完工比例的認定、估算合不合理，外部人不易判斷，本文就不再探討。

財報品質欠佳
◆ 說法反覆、換會計師
◆ 財報公告，現金為負
◆ 產品別毛利超過 100%

台海核電除了窗飾跡象明顯之外，其財報品質問題也頗多。如公司對 2016 年度未達預計獲利數的說法，前後就有兩種：

- ◆ 說法 1：2016/4/30，因國內核電站建設進度不如預期，導致業績受影響。
- ◆ 說法 2：2016/5/11，因大信會計師對兩項涉密項目因客戶未驗收，故不予確認收入。

提出說法 2，顯然是與會計師間有歧異，台海核電於 2017/1/11 公告改聘事務所，由大信換到信永中和。信永中和會計師事務所，曾擔任丹甫股份的會計師。

財報品質差
2018Q1現金為負數

另外，在其發布的 2018 第一季財報中，現金流量表的「現金及現金等價物」竟是負值：-0.76 億元；於 2018/5/29 被發現後，才更正為 1.06 億元。

除此之外，如表三所示，「核電站 - 回路主管道」於 2017 下半年的毛利率竟然高達 101%。

有關台海核電的背景，請詳附錄 A。

@@ 後記 (2019/9/12)

國資馳援→2019
易主

一如預期，台海核電過了承諾期後獲利隨即大縮水，2018 年度僅剩 3 億，大幅衰退近 7 成。看似過關，實則壓力超大，也是「國資馳援」的對象：

- ◆ 2019/1，子公司德陽台海核能裝備有限公司（德陽台海）未依約支付租賃融資款之租金 0.5 億，已被提告。經法院判定德陽台海有能力卻拒不履約，故而將德陽台海與擔保人全數列為「失信人」，包括台海核電與實控人王雪欣、台海集團。
- ◆ 控股股東台海集團持股雖高達 43%，但已全數被司法凍結。故於 2019 年間設法引入新資金，設法解套。已於 2018/12 由央企旗下的「中核香港」⁵ 注資 15 億港幣、取得 48.19% 股權，成為台海集團的新控股股東。換言之，就是央企紓困接手。

參考資料

1. 2016/10/13，借殼上市案例深度剖析（案例四）台海核電借殼丹甫股份，搏實資本。
2. 2016/5/11，台海核電關於 2015 年度業績快報與 2015 年度報告差異的致歉公告。
3. 2018/1/10，台海核電：擬簽 36.5 億大訂單，增厚未來三年業績，中國網。
4. 2018/5/28 柳川，台海核電三年關聯交易 20 億占營收 48%。
5. 2018/5/28 柳川，台海核電現金收購大股東資產合理性存疑。
6. 2018/5/28，台海核電涉嫌偽造 12.56 億元關聯方交易虛增業績，七禾網。
7. 2018/5/30，揭幕煙台”核電富豪”王雪欣的資本往事，經濟導報 - 山東財經網。
8. 2018/5/30，台海核電關於深圳交易所 2017 年年報問詢函回覆公告。

⁵ 中核香港為「中核北京」所管理的投資平台。中核北京由央企「中核集團」持股 66.67%、農銀國際企業管理有限公司持股 33.33%；主要負責管理中核集團旗下首支產業基金—北京中核產業投資基金。

中核香港 = 中核香港產業基金有限公司；中核北京 = 中核產業基金管理（北京）有限公司；中核集團 = 中國核工業集團。

附錄 A、台海核電的背景（002366）

2001 年法國瑪努爾集團在煙台的中法合資企業(1995 年由瑪努爾集團和煙台合金爐管廠合資成立的公司，從事耐熱合金鋼離心鑄管和靜態鑄件的生產)經營不善，王雪欣夫婦於 2001/4 成立的煙台市台海實業有限公司(後更名為台海集團)接手該企業。瑪努爾集團當時為歐洲知名航天、石化及核能業務的公司。

◆2006 年再與瑪努爾集團合作，成立煙台台海瑪努爾核電設備有限公司(簡稱煙台台海)，此為台海核電的前身公司。

◆2009 年山東海陽核電站興建，煙台台海取得訂單，有業績後，2011 年台海核電申請創業板 IPO。

◆公司 IPO 路不順，2011 年日本福島核災，中國暫停核電廠建設，台海核電業績大幅衰退，因無法達到 IPO 業績要求，2013 年公司撤銷上市申請。

◆國務院 2012 年通過《核電安全規劃》、《核電中長期發展規劃》，續推動核電發展，有利台海核電未來的獲利，加上王雪欣夫婦不放棄上市的夢想，2014 年開始找殼，於 2015 年完成借殼上市。借殼對象為從事冷凍壓縮機的四川丹甫製冷壓縮機股份有限公司(簡稱丹甫股份)，並透過重大資產重組方式進行，置入台海核電公司，並置出丹甫股份原有資產。又台海集團及王雪欣承諾台海核電 2015 年、2016 年及 2017 年可賺 3 億、5.1 億及 5.8 億。

◆台海集團有意收購德國精密機械公司 Leifeld，但 2018/8 德國政府以國安為由拒絕該併購案。