

## 以產業發展基金餵養業績：三聚環保

（本文節錄自「貨幣觀測與信用評等」第129期，2018/1出刊）

陳惠玲

三聚環保（300072）是近幾年「白馬股」中的佼佼者。2010/4深交所創業板上市，原僅生產化工業用的脫硫淨化劑、脫硫催化劑；自2012年下半年開始逐步轉型為能源淨化綜合服務商<sup>1</sup>，於2014年進入業績爆發期。所以上市六年多以來，營收及營業利益分別飆增40倍、27倍，複合成長率各高達86%、74%，幾乎是每年翻倍。但如此高的獲利，卻無法帶入同額的現金。如表一所示。2017年前三季CFO與營業利益之差距更擴大到-50億，雖然第四季通常會收斂一些，但落差仍很明顯。

表一、三聚環保近6年之業務飆升

單位：人民幣百萬元

| 年月        | 2010/12 | 2011/12 | 2012/12 | 2013/12 | 2014/12 | 2015/12 | 2016/12 | 增長倍數 | CAGR | 2017 前三季 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|------|----------|
| 營業收入淨額    | 427     | 600     | 808     | 1,201   | 3,010   | 5,698   | 17,531  | 40   | 86%  | 17,136   |
| 營收成長率     | 40%     | 41%     | 35%     | 49%     | 151%    | 89%     | 208%    | -    | -    | 66%      |
| 營業利益      | 77      | 122     | 181     | 276     | 552     | 1,135   | 2,123   | 27   | 74%  | 2,277    |
| 來自營運之現金流量 | -47     | -202    | -39     | 30      | 319     | 61      | 321     | -    | -    | -2,728   |
| CFO-營業利益  | -124    | -324    | -220    | -246    | -234    | -1,074  | -1,802  |      |      | -5,005   |
| 員工人數      | 398     | 480     | 693     | 807     | 1,018   | 1,237   | 1,448   | 3    | 24%  |          |
| 每人營收      | 1.07    | 1.25    | 1.17    | 1.49    | 2.96    | 4.61    | 12.11   | 10   | 50%  |          |
| 技術人員      | 78      | 84      | 167     | 187     | 173     | 365     | 460     | 5    | 34%  |          |
| 每人營收—技術人員 | 5.47    | 7.14    | 4.84    | 6.42    | 17.40   | 15.61   | 38.11   | 6    | 38%  |          |

增長倍數：6年增加倍數（2016年實績vs.2010年實績）。 CAGR：6個年度的複合年增率。

媒體質疑  
超勁爆的業績  
來自隱匿關係人  
的餵養  
→尚未證實

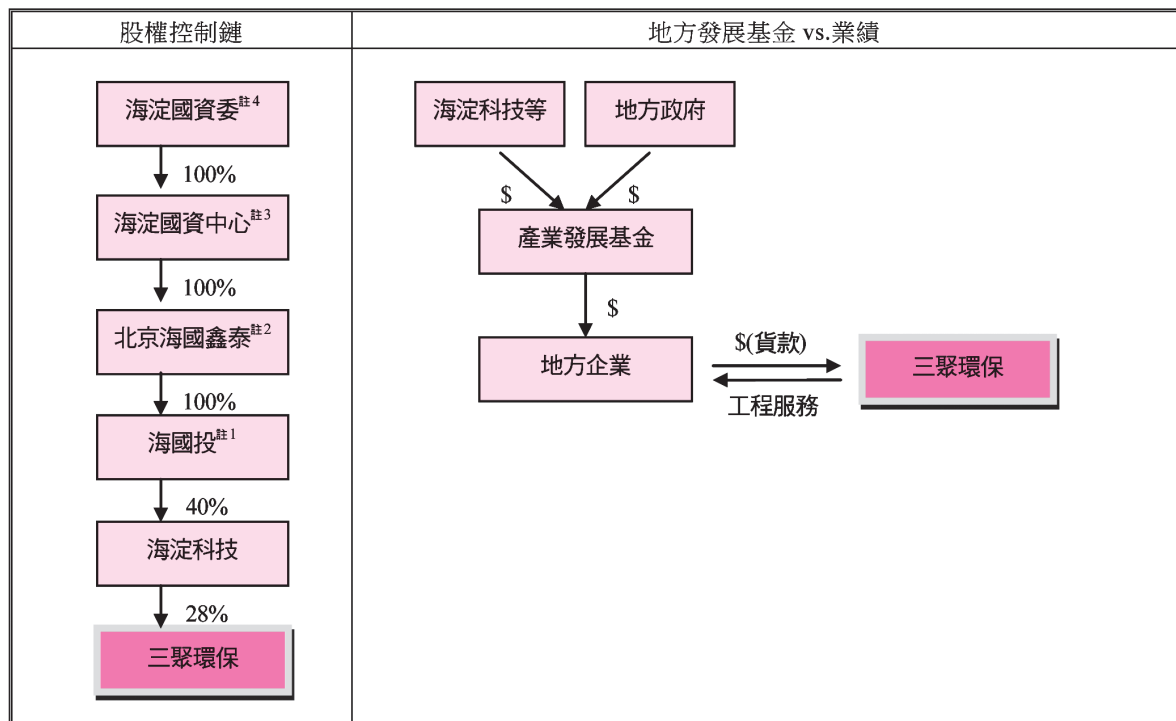
表一也呈現一個極異常的狀況：專案通常都需專技人員投入，但即便是在營收數倍增長過程中，人員也僅以每年100~200人之速穩定增加；故而每人產值在這6年，飆增10倍。特別是近3年，人員產值由2013年的149萬元，暴增到2016年的1,211萬元，飆增7倍。在滬深二市3,400家公司中，排名由697—躍至第46，躍增幅度極大，全市場第4。

<sup>1</sup> 能源淨化綜合服務：為煤化工、石油化工、天然氣化工等能源化工行業及油氣田開採業提供成套的淨化工藝、裝備及成套服務。

這樣的財報，當然引發媒體（證券市場週刊）關注。於2017/5/26刊登兩篇文章質疑三聚環保之營收飆升，可能來自隱匿之關係人的餵養<sup>2</sup>；三聚環保已於2017/5/31作了澄清<sup>3</sup>。截至目前，並未引發證監會（或交易所）之關切，但媒體所提的關係人及其追查手法，較奇特，值得觀摩。

媒體認為三聚環保之業績是來自其控股股東「北京海淀科技發展有限公司（簡稱海淀科技）」與各省地方政府聯合成立產業發展基金，再以此基金協助地方上化工產業之擴建或設備升級，相關工程則由三聚環保取得。如圖二所示，三聚環保實為海淀國資委之控股公司；挾其國資委企業之身分，媒體之質疑，不無道理。

圖二、媒體質疑：三聚環保透過隱匿關係人取得工程之流程



註1. 北京市海淀區國有資產投資經營有限公司（海淀國投）。  
 註2. 北京海國鑫泰投資控股中心（北京海國鑫泰）。  
 註3. 北京市海淀區國有資本經營管理中心（海淀國資中心）。  
 註4. 北京市海淀區人民政府國有資產監督管理委員會（海淀國資委）。

<sup>2</sup> 證券市場週刊：王亮、孫旭龍，《三聚環保百億合同之謎：背後客戶實力存疑 高管名字與員工重合》、陳欣，《學者質疑三聚環保：頻頻巨額融資 銷售及管理費用異常》證券市場週刊。  
<sup>3</sup> 2017/5/31《關於媒體報導的澄清公告》，公告編號：2017-051。

隱匿關係人存在之跡象

- ◆ 大客戶，但財力極弱
- ◆ 完工，但客戶不運轉
- ◆ 人員重合：高管擔任客戶董監 / 高管

以鶴壁新型化石能源產業發展投資基金為例，該基金的4個出資人，就是海淀科技與鶴壁市的三個政府法人<sup>4</sup>外，還有三聚環保的控股股東海淀科技。理論上，參股並非特異行為，之所以媒體如此質疑，主因3組客戶（隆鵬、華本、通化）有下列三類跡象：

- A. 大客戶，但財力極弱（淨值為負、債務訴訟無法清償）；恐有呆帳之虞。三聚環保澄清，該客戶在投產之後，將有業績大爆發，故該合約採分期收款方式處理。不過，超過1年的帳款，三聚環保仍提列6%的呆帳。
- B. 經記者實地訪查，發現工程雖已完工，但客戶長期未運轉。疑點在於，若客戶不運轉，何必付鉅款建置該組設備？合理的懷疑是，消化預算、製造業績。三聚環保並未對此點作澄清。
- C. 客戶之董監高管為三聚環保之高管，計有4人<sup>5</sup>。公司澄清，為了專案進行而派駐。疑點在於，若客戶的董監高管為三聚環保派任，那就可能有控制力、應屬關係人交易，財報極可能隱匿關係人交易。

理論上，專案工程承攬，通常會派駐人員，但不會成為客戶的經理人，更何況是董監事，不尋常。

為媒體之質疑與三聚環保之回應<sup>6</sup>，如表三所列。

另外，媒體還特別追蹤不是客戶的北京潤豐資本管理有限公司（下稱「潤豐資本」）。之所以要追查這個財務公司，主因一則招聘廣告「潤豐資本是海淀國資公司旗下產業基金專業投資團隊，管理基金規模超過兩百億元以上」引發媒體的關注。在記者的追查過程中，發現由潤豐資本所帶出的股權及人員關係網絡，串起三聚環保與眾多客戶。雖然董監重疊性，不宜認定其為關係人，但關係緊密還是可能影響到交易的獨立及持續性，分析時不可不查。以劉宜峰為核心的客戶關係網絡如表四所列。

另外，部分客戶同時也是供應商：衛輝市豫北化工有限公司（於2014年）、孝義市鵬飛實業有限公司（於2016年）就有此現象。

<sup>4</sup> 據報導，該基金25億中，海淀科技出資4億，其餘為鶴壁市寶山資產管理有限公司、鶴壁市經濟建設投資集團有限公司、鶴壁市潤投基金管理有限公司。

<sup>5</sup> 記者原指出5人，但其中的劉衛東，非同一人。

<sup>6</sup> 整理自王亮、孫旭龍，《三聚環保百億合同之謎：背後客戶實力存疑 高管名字與員工重合》。

表三、媒體質疑&三聚環保澄清

| 客戶                                     | 主要專案*  | 質疑/澄清  |                 |       |                        |
|--|--|--|-----------------|-------|------------------------|
| 隆鵬<br>勃盛<br>泓泰興                        | 隆鵬二期(9.6 億)<br>隆鵬三期(28 億)<br>勃盛項目(15.3 億)<br>泓泰興(11 億) | 質疑：財力不足<br>◆隆鵬於 2015~2016 涉 8 起訴訟，其一因「無財產可供執行」，債權人同意終結該起訴，欠款僅 147 萬<br>◆勃盛淨值為負數(-93 萬)、(總資產 9.39 億)<br>澄清：待 2018 年新設備投產後，營收獲利將爆增，財力可改善<br>編按：2017/6 提列備抵呆帳，均超過 5%(一年以內之常例)<br>◆對龍鵬的 17.4 億應收帳款，提列 1.1 億之備抵呆帳(6%)<br>◆對泓泰興的 6.66 億應收帳款，提列 0.36 億之備抵呆帳(5.4%) |                 |       |                        |
| 華本集團 3 公司                              | 2014~2015 年三案，共 16.3 億                                 | 質疑 1：完工產能未運轉<br>澄清 1：無<br>質疑 2：客戶的董監高管，與三聚環保相同   |                 |       |                        |
|  |  | 人名   | 客戶              | 三聚環保  | 澄清 2                   |
|  |  | 杜明來  | 華本生物之董事         | 總裁助理  |                        |
|  |  | 王慶明  | 三聚華本之總經理        | 前副總經理 | 僅負責與三聚環保之業務未擔任三聚華本之總經理 |
|  |  | 宋小林  | 三聚華本財務總監        | 財務人員  | 負責與三聚環保之專案監管，派任三聚華本    |
| 編按 2：專案工程承攬，通常會派駐人員，但不會成為客戶的經理人(董監更稀有) |  |  |                 |       |                        |
| 通化                                     | 通化項目(13 億)   | 質疑 1：財力不足，淨值僅 0.72 億(總資產 3.31 億)<br>澄清 1：待 2017 年新設備投產後，營收獲利將爆增，財力可改善<br>編按 1：2017/6 呆帳提列：3.68 億應收帳款，提列 0.18 億呆帳(5%)<br>質疑 2：客戶的董監高管，與三聚環保相同   |                 |       |                        |
| 人名                                     | 客戶   | 三聚環保   | 澄清 2            |       |                        |
| 於學政                                    | 董事兼總經理   | 中層管理人員   | 因負責三聚環保之專案監管而派任 |       |                        |
| 編按 2：專案工程承攬，通常會派駐人員，但不會成為客戶的經理人        |  |  |                 |       |                        |

\*本欄括號內數字為2016年的合約總價。

隆鵬：七台河市隆鵬煤炭發展有限責任公司

泓泰興：七台河泓泰興清潔能源有限公司

華本生物：黑龍江華本生物能源股份有限公司

通化：通化化工股份有限公司

勃盛：七台河勃盛清潔能源有限公司

華本集團：大連華本能源集團股份有限公司

三聚華本：雙鴨山三聚華本新能源有限責任公司

## 情境 1：IPO—折翼天使？

表四、三聚環保之客戶：與潤豐資本董事長劉宜峰（持股30%）相關

| 三聚環保之客戶               | 劉宜峰在客戶相關之任職               | 左欄公司之全稱  |
|-----------------------|---------------------------|--|
| 通化                    | 董事                        |  |
| 萬利化工(2015年合約4.8億)     | 董事                        | 四川省的江油市萬利化工有限責任公司  |
| 聚潤新能源(2016年合約2.24億)   | 其股東京澤陽光的董事                | 聚潤新能源科技有限公司<br>北京京澤陽光實業有限公司  |
| 金鷹能源(2016年合約10.4億)    | 其控股股東三盈新能源的董事             | 湖北鐘祥市金鷹能源科技有限公司<br>三盈新能源科技股份有限公司   |
| 家景鎂業(2016年合約8億)       | 其股東億澤陽光之股東<br>其股東美方能源之董事長 | 內蒙古家景鎂業有限公司<br>北京億澤陽光實業有限公司<br>內蒙古美方能源有限公司<br>(美方能源、與三聚環保，均參股內蒙古三聚家景新能源有限公司) |
| 內蒙古美方(2014年應收帳款1.67億) | 同上                        | 內蒙古美方煤焦化有限公司   |
| 聚實能源(2016年合約37.6億)    | 執行董事                      | 內蒙古聚實能源有限公司<br>(家景鎂業之子公司)  |

### @@後記（2019/9/12）

2017年業績仍亮眼  
2018開始求援：國資馳援之一  
2019H1：本業轉虧

歷經這些質疑，三聚環保於2017年端出更亮眼的獲利：淨利成長6成達26億。但其後續調整，顯示經營壓力越來越大：

- ◆ 2018/6/2，海淀區國資中心簽署了《戰略合作框架協定》，後者將採取包括但不限於直接以現金受讓三聚環保的債權及應收帳款，總金額為60億元至80億元。
- ◆ 於2018/6/26公告，海淀國投向另二股東取得海淀科技的9%股權<sup>7</sup>，成為海澱科技的控股股東，自此展開「國資馳援」的多次支援行動。
- ◆ 2018/10/20、2019/1/30分別公告其業績預告，均不如2018上半年，主因資金回籠慢、限制業務開發。2018年度營收衰退約3成，降至154億，淨利則更衰退65%，降至6億。據稱是戰略轉型，減少承接專案建設業務和貿易增值服務業務、以減少鉅額帳款卡住資金。
- ◆ 2018/12，董事長林科家族之持股設質已由2016年底的65%拉高到99%。

<sup>7</sup> 三聚環保的控股股東。海淀科技（請詳圖二）原股東有三：海淀國投（持股40%）、北京大行基業科技發展有限公司（簡稱大行基業，持股38%）、北京二維投資管理有限公司（簡稱二維投資，持股22%）。於2018/6要求大行基業與二維投資轉讓11%的股權，9%由海淀國投取得，2%給北京金種子創業谷科技孵化器中心。

- ◆ 2019/3/28 公告，獲得海淀國投5億元財務資助，循環使用2年。
- ◆ 2019/4/15 公告，獲得海淀國投15億元財務資助，循環使用2年。

因業務調整，2019年上半年本業呈現虧損、營運活動仍未帶入現金，淨流出20億。顯然，媒體的質疑其來有自。三聚環保向國有資本求援、成為「國資馳援」對象之一；而亮眼的業績也成明日黃花。

### 參考資料

1. 西風清晨，《三聚背後的資金迷局》，雪球，2016/10/25。
2. 王亮、孫旭龍，《三聚環保百億合同之謎：背後客戶實力存疑 高管名字與員工重合》，證券市場週刊，2017/5/26。
3. 陳欣，《學者質疑三聚環保：頻頻巨額融資 銷售及管理費用異常》，證券市場週刊，2017/5/26。
4. 歐陽春香/劉楊，《獨家：三聚環保董秘逐條回應媒體質疑 其他方回應表示仍然存疑》，中國證券報·中證網2017/5/27。
5. 三聚環保，《關於媒體報導的澄清公告》，公告編號：2017-051，2017/5/31。