

## 透過海外人頭經銷商虛增獲利：爾康製藥

（本文節錄自「貨幣觀測與信用評等」第129期，2018/1出刊）

陳惠玲

2011年上市：白馬股

高複合成長率：設澱粉廠（2013年）  
前：約3成  
後：營收4成、獲利7成

爾康製藥（300267）於2011年上市，從事藥用注射用磺西林鈉系列、藥用蔗糖等藥用輔料及成藥生產。2013年投資2億<sup>1</sup>到柬埔寨成立「湖南爾康（柬埔寨）投資有限公司（以下簡稱柬埔寨爾康）」，年產18萬噸藥用木薯澱粉廠（改性澱粉），跨入澱粉膠囊之原料供應。

爾康製藥是典型的績優股（滬深稱為「白馬股」），上市後前2年營收獲利成長均近3成。設了柬埔寨爾康後，更驚人：營收由2013年的10億翻3倍達2016年的30億，複合成長率高達43%；獲利更由2億上翻5倍，達2016年的10億，複合成長率高達74%。此之所以爾康製藥控股股東持股雖高達6成<sup>2</sup>，機構投資人的總持股仍在10%以上。

不過，在當今競爭環境下，獲利的成長竟能大幅超過營收，算異數。2017/5/9遂有自媒體發文質疑<sup>3</sup>其超高獲利的來源：柬埔寨爾康近9成的毛利率，有造假之嫌。面對此傳言，爾康製藥即行於2017/5/10起暫停交易（停牌）<sup>4</sup>，深交所也於2017/5/16發「問詢函」<sup>5</sup>要求解釋，直到2017/8/3爾康製藥才回覆深交所。回覆函中爆出2016年度大錯帳：營收高估2.6億、淨利高估2.3億，證監會則於2017/8/8發出「調查通知書」立案調查<sup>6</sup>。

截至目前，調查尚未結束，但公司已於2017/11/23恢復交易（復牌），並順帶公告深交所問詢函之回覆、2016年度的財報更正<sup>7</sup>——資訊公告延遲近2個月。

<sup>1</sup> 此2億，來自2011年上市時所募得之資金。

<sup>2</sup> 於2017/5控股股東在市場上售出持股，才降到5成。

<sup>3</sup> 2017/5/9，「爾康製藥遭質疑涉嫌嚴重財務舞弊：與海關資料對不上」，來源微信公眾號：市值風雲。

<sup>4</sup> 2017/5/11，深交所向其下發關注函，要求爾康製藥就質疑做出說明。無相關公告，也無下文。

<sup>5</sup> 深交所《關於對湖南爾康製藥股份有限公司的年報問詢函》。

<sup>6</sup> 次日，爾康製藥隨即下修2017上半年獲利估計，由成長（15%以內）下修至衰退（25%以內），理由是「受醫藥行業政策環境的影響，改性澱粉產品的市場拓展不及預期」。截至前三季，其獲利衰退23%。

2017/8/10爾康製藥同時發布兩個公告：關於收到中國證券監督管理委員會調查通知書的公告、2017年半年度業績預告修正公告。

<sup>7</sup> 爾康製藥：《關於前求會計差錯更正的公告》，2017/11/23。

## 情境 1：IPO—折翼天使？

柬埔寨爾康  
利潤率高達 86%  
→ 媒體質疑；造假

疑點一：  
柬埔寨爾康  
利潤過高  
↓  
公司回應：會計  
差錯  
◆ 內部銷售未沖  
銷  
◆ 調降營收 2.3  
億、獲利 2.1  
億

一個純以常識出發的質疑，爾康製藥竟無法自行洗脫嫌疑、搞得股東半年無法交易，且在證監會未完成調查時，已下調2成獲利，這極可能是冰山一角。全案相當精采，下面就看看媒體所提的主要疑點：

### ● 疑點一：柬埔寨爾康利潤高得不合理

爾康製藥的營業利潤率由2013年的23%拉高到2015年及2016年的37%，全是拜柬埔寨爾康高達86%的營業利潤率之貢獻，如表一所示。

記者依海關數據計算，一萬噸木薯澱粉進口價格是2,338.37萬元，如果湖南爾康（柬埔寨）投資有限公司依年度18萬噸木薯澱粉總產能全產全銷，年度營收應僅4.2億人民幣，但湖南爾康（柬埔寨）投資有限公司營收卻達7.2億元且利潤達6億元。

→ 面對這項媒體質疑，爾康製藥一開始咬定是媒體搞錯。其董事長帥放文解釋：柬埔寨爾康生產的是每噸1.8萬美元的改性澱粉，而非每噸約330美元的普通木薯澱粉；媒體未找到正確的品項，所引述之單價錯誤。

但於停牌半年後，爾康製藥終於承認錯誤。2017/11/23公告會計差錯，宣稱「內控執行有缺陷，致有重大會計差錯」，下調湖南爾康（柬埔寨）投資有限公司虛增的營收2.3億、虛增的營業利益2.1億，如表一「2016更正」列所示。所謂錯帳，是指「從子公司內部採購備貨未實現銷售亦未合併抵銷」：爾康製藥透過協力廠商向湖南爾康（柬埔寨）投資有限公司採購空心膠囊用改性澱粉後，未如期製成澱粉植物空心膠囊再售出<sup>8</sup>。本應予沖銷，卻未沖銷，以致於虛列營收及獲利。

表一、爾康製藥vs.柬埔寨爾康之營運狀況

單位：人民幣億元

年度	爾康製藥合併					湖南爾康(柬埔寨)投資有限公司*		
	營收	營業利潤	營業利潤率	存貨	帳款	營收	營業利潤	營業利潤率
2016	29.6	10.6	36%	10.0	2.4	7.2	6.2	86%
2016 更正	27.1	8.2	30%	7.8	2.2	4.9	4.1	84%
2015	17.6	6.5	37%	5.6	2.1	3.6	2.8	78%
2014	13.7	3.3	24%	3.3	1.8	NA	-0.1	NA
2013	10.1	2.2	22%	1.3	1.2	NA	NA	NA

\*湖南爾康（柬埔寨）投資有限公司2013/8成立，2014/3年產18萬噸藥用木薯澱粉產能才投產，當年營收不明。

<sup>8</sup> 中國看病昂貴，為解決此問題，2015/2大陸國務院公佈《關於完善公立醫院藥品集中採購工作的指導意見》。以較彈性的採購方式替代招標、進而以"集中"政策，改變藥業市場的生態。

據爾康製藥的說法，各省藥品集中採購政策實施不如預期，導致其膠囊商機消失一事，我們認為不太成理。

此採購政策影響的是成品藥企，但爾康製藥的膠囊產品屬藥用輔料，下游藥企依其需求下單生產。理論上，集中採購政策影響的是藥價，而非需求量；該政策之改變與執行，對爾康製藥的影響應該極其有限。

疑點二：  
經銷商 SYN  
似為前員工  
↓  
公司回應：媒體  
搞錯  
SYN 非關係人

這有違常理：何以故須透過協力廠向子公司採購？多繞一圈？爾康製藥的解釋是：基於商業保密理由——說服力相當弱。若果，則會計師就很有問題了：會計政策未說明此類交易，是被矇在鼓裏或共謀？前者有失專業技術、後者有損專業道德。

● 疑點二：加拿大經銷商 SYN 之負責人，似為前員工

爾康製藥自2013年開始生產藥用澱粉後，便不再公佈前五大客戶名稱。但媒體由公司公告得知從2015年~2016年有3筆和加拿大經銷商 SYN Pharmatech Inc.（以下簡稱 SYN）的銷售合約，2015年簽約銷售3億元，2016年為美金486萬元，如表二所示。

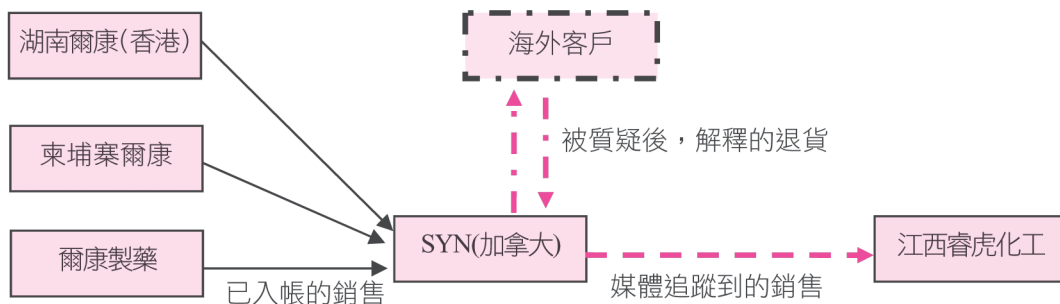
SYN 負責人為黃祖云，媒體調查發現黃祖云曾是爾康製藥持股70%之子公司「湖南藥用輔料工程技術研究中心有限公司」的技術負責人，且爾康製藥董事長帥放文和黃祖云為2016年《合成化學》第24卷第5期《西地那非類似物的合成》一文之合著者。

雙方雖非符合定義之關係人，爾康製藥也於經銷合約指稱無關聯關係，但獨立性可疑。

→ 面對這項質疑，爾康製藥堅稱黃祖云及 SYN 不是關係人。

表二、爾康製藥公告的 SYN 經銷合約 VS. 質疑後的回應

簽約日	銷售方	買方	品名	數量	總價
2015/2/5	湖南爾康(香港)	SYN	羥丙基澱粉空心膠囊	70 億粒	人民幣 3 億
2016/5/27	柬埔寨爾康		軟性膠囊改性澱粉	222 噸	400 萬美金
2016/5/28	爾康製藥		羥丙基澱粉空心膠囊	1.2 億粒	86 萬美金
2017/2/24	SYN	江西睿虎化工(江西萍鄉「SMART TIGER CHEMICAL (JIANGXI)CO.,」)	軟性膠囊改性澱粉	255 噸	-
2017/3/7					



疑點三：

經銷商 SYN  
回銷

↓

公司回應 1：會計差錯

- ◆ 漏做銷貨退回
- ◆ 調降營收 0.3 億、獲利 0.2 億

公司回應 2：媒體搞錯 SYN、江西睿虎化工非關係人

疑點四：

固定資產爆增  
房屋建物可疑

↓

公司回應：媒體搞錯

- ◆ 固定資產隨營收增長
- ◆ 半數建物免房產稅
- ◆ 建物購置，依規免公告

③ 疑點三：經銷商 SYN 再回銷到中國的代理商

媒體從海關紀錄發現 2017 年有兩筆從加拿大 SYN 進口，累計 255 噸的軟性膠囊改性澱粉產品到江西睿虎化工的海運紀錄。如表二所示。媒體質疑爾康製藥先銷予 SYN，SYN 再回銷中國（尚不知其終端客戶），這樣迂迴的交易流程，顯然有假<sup>9</sup>。

→ 面對 SYN 回銷的媒體質疑，爾康製藥承認又是另一個會計差錯：「國際銷售部門未將銷售退回告知總部，致漏列銷售退回」，虛增營收 0.3 億、營業利益 0.2 億。加計湖南爾康（柬埔寨）投資有限公司的虛增數，爾康製藥的營收下調 2.5 億、營業利益下調 2.4 億，如表一的「2016 更正」列所示。之所以有此狀況，據爾康製藥的說明如下：銷與 SYN 的改性澱粉未符「均一度」之品質要求，SYN 的客戶退貨、爾康製藥則退款給 SYN 補貼 SYN 客戶之損失，並容許 SYN 自行處理該批瑕疵品。爾康製藥尚未退款、也未入帳，故虛列營收獲利。這也有點玄機：何以故對 SYN 如此優待？→ 面對江西睿虎化工是否為關係人之質疑，爾康製藥堅稱不是關係人。

④ 疑點四：營運模式有異——急增的固定資產

媒體還注意到一個詭異的現象：固定資產的占比高達 45%，遠高於同業，且爆增的主力是建物。如表三所示（「FA 占比%」欄）。固定資產三年投入 23 億多，其中半數投注於建物（近 12 億），設備投入則僅區區 5 億不到（「2016-2013」列）。

媒體進一步比對其房產稅金額及資產購置或建造之招標公告，認為建物資產可能虛列：

- ◆ 依照一般的房產稅率<sup>10</sup>，及財報推估，爾康製藥所繳交的房產稅金過低。
- ◆ 三年來雖有 23 億多的資產購置或建造，卻僅有三次招標公告。

→ 面對固定資產劇增之質疑，爾康製藥以無同業可比較，以及高成長率之配套作為解釋。面對房產稅過低之質疑，爾康製藥則說明所持 13.87 億的建物中，有 6 億多免繳房產稅，如表四所列。至於工程未公開招標之疑慮，爾康製藥以其資產均非公共設施且資金非特定來源，免辦理招標。後二者，屬中國的規範，難以挑剔。但第一項則有漏洞：業績成長理應有設備搭配，但設備投入之增長卻遠低於房產，不太合理。

<sup>9</sup> 江西睿虎化工成立於 2014 年 10 月 30 日，註冊資本 200 萬元，但在 2015 年 1 月 30 日，股東劉慧、曾鋒僅實繳出資 7 萬元；直到 2016 年 8 月 24 日，變更股東後，方繳足出資額。

另外，媒體還訪談江西睿虎化工的員工，發現江西睿虎化工自 2014 年成立後就經銷 SYN 產品，受 SYN 指示進行交易；該員工並說明，中國代理 SYN 業務的公司不止一家。

<sup>10</sup> 一般房產稅率，為房產成本\*80%\*1.2%。

表三、營運模式比較：固定資產比重

單位：人民幣百萬元

	年	資產	FA	FA 占比 %	營收	營收 成長 %	(1) FA 成本	(1) 成長 %	(2) CWIP	(3) 建物 成本	(3) 成長 %	(4)= (1) -(2)-(3)	(4) 成長 %
300267 爾康製藥	2013	1,447	493	34%	993	19%	576	52%	100	203	158%	273	45%
	2014	2,221	997	45%	1,370	38%	1,190	107%	278	404	99%	508	86%
	2015	4,801	1,475	31%	1,756	28%	1,744	47%	198	976	142%	570	12%
	2016	5,653	2,541	45%	2,961	69%	2,913	67%	772	1,387	42%	754	32%
	2016-2013						2,337			1,184		480	
	2016 更正	5,433	2,541	47%	2,706	54%	2,913	67%	772	1,387	42%	754	32%
300452 山河藥輔	2016	513	125	25%	286	11%	171	10%	5	66	4%	100	13%
002773 康弘藥業	2016	3,758	409	14%	2,540	22%	914	10%	129	388	1%	397	7%
002294 信立泰	2016	6,534	1,081	17%	3,833	10%	1,413	9%	102	708	7%	603	14%
600276 恒瑞醫藥	2016	14,330	2,474	17%	11,094	19%	3,818	32%	797	986	9%	2,035	25%
600566 濟川藥業	2016	4,988	1,692	34%	4,678	24%	2,147	25%	261	1,286	63%	600	29%
同業平均數	2016			21%		17%		17%			42%		18%

占比%：為各資產占總資產比重。

FA：固定資產。

CWIP：在建工程。

表四、免房產稅的房屋

單位：人民幣百萬元

房產項目	成本
湖南爾康(柬埔寨)投資有限公司擁有的房屋價值	82
爾康製藥本部自建的職工宿舍樓	92
子公司湖南爾康正陽藥用膠囊有限公司	6
湖南湘易康製藥有限公司房產	24
瀏陽經濟開發區北園的廠房及配套設施	299
2016年12月建成之房產，2017年起才需繳稅	121
小計	624

深交所大致依此提問，發出問詢函。爾康製藥雖一一回應，但由證監會的立案調查，問題應該不僅僅是所稱的「會計差錯」。若果，則鉅額的固定資產（占總資產45%）<sup>11</sup>，就可能是證監會的查核重點——還待追蹤。

<sup>11</sup> 其實，高列的庫存（占總資產18%）也可能是造假的跡象。

@@後記（2019/9/12）

2018/4確認  
虛增營收獲利之  
情事：不重大、  
不致命

2018/4/18證監會《行政處罰事先告知書》發下，確定了爾康製藥虛增營收一事，但金額極微：2015年與2016年各虛增營收1.81億、2.55億元；各虛增利潤0.16億與2.32億。除2016年利潤影響達22%之外，其餘數值均僅影響1%~2%，似未有致命的虛飾。2019/1初，實控人帥放文與其所控股的湖南帥佳投資有限公司（帥佳投資）卻取得長沙市27.7億的紓困資金，以解除其股票設質的財務壓力。長沙市共紓困9個公司，以爾康製藥得款最大。

2019/1確定  
實控人接受紓  
困：重大、致命

這很怪異。爾康製藥自2011年上市後，年年獲利1~8億。2018年度較差，也有2億（年減約6成）；且幾乎無舉債。作為持股過半的實控人帥放文與帥佳投資卻苦於資金不足，而須高設質——2018年底，帥放文持股41%、設質61%；而帥佳投資則是持股11%、設質100%。根據經驗，此種悖離，明確地反映出財務績效的虛假性。

參考資料

1. 微信公眾號：市值風雲，強烈質疑爾康製藥涉嫌嚴重財務舞弊：中國海關喊你來對賬，2017/5/9。
2. 爾康製藥招股說明書及年報。
3. 趙妍 陳姿羊，爾康製藥銷售藏驚人秘密：隱瞞與經銷商關聯關係，網易財經，2017/5/23。
4. 湖南爾康製藥股份有限公司關於收到中國證券監督管理委員會調查通知書的公告，2017/8/10。
5. 湖南爾康製藥股份有限公司關於對前期會計差錯更正的公告，2017/11/23。
6. 湖南爾康製藥股份有限公司關於深圳證券交易所2016年年報問詢函回復的公告，2017/11/23。
7. 湖南爾康製藥股份有限公司關於媒體報導自查報告的公告，2017/11/23。