



案例分析



从债务违约讲起

- 康得新违约事件

- 2019年1月15日，18康得新SCP001不能足额偿付本息10.41亿元，构成实质性违约。
 - 几天之后的1月21日，18康得新SCP002不能足额偿付本息5.22亿元，构成实质性违约。
 - 18年三季报显示公司拥有的货币资金高达150.14亿元，却依然违约，如此矛盾的行为引起了市场广泛关注。

康得新

无违约历史的光学膜龙头

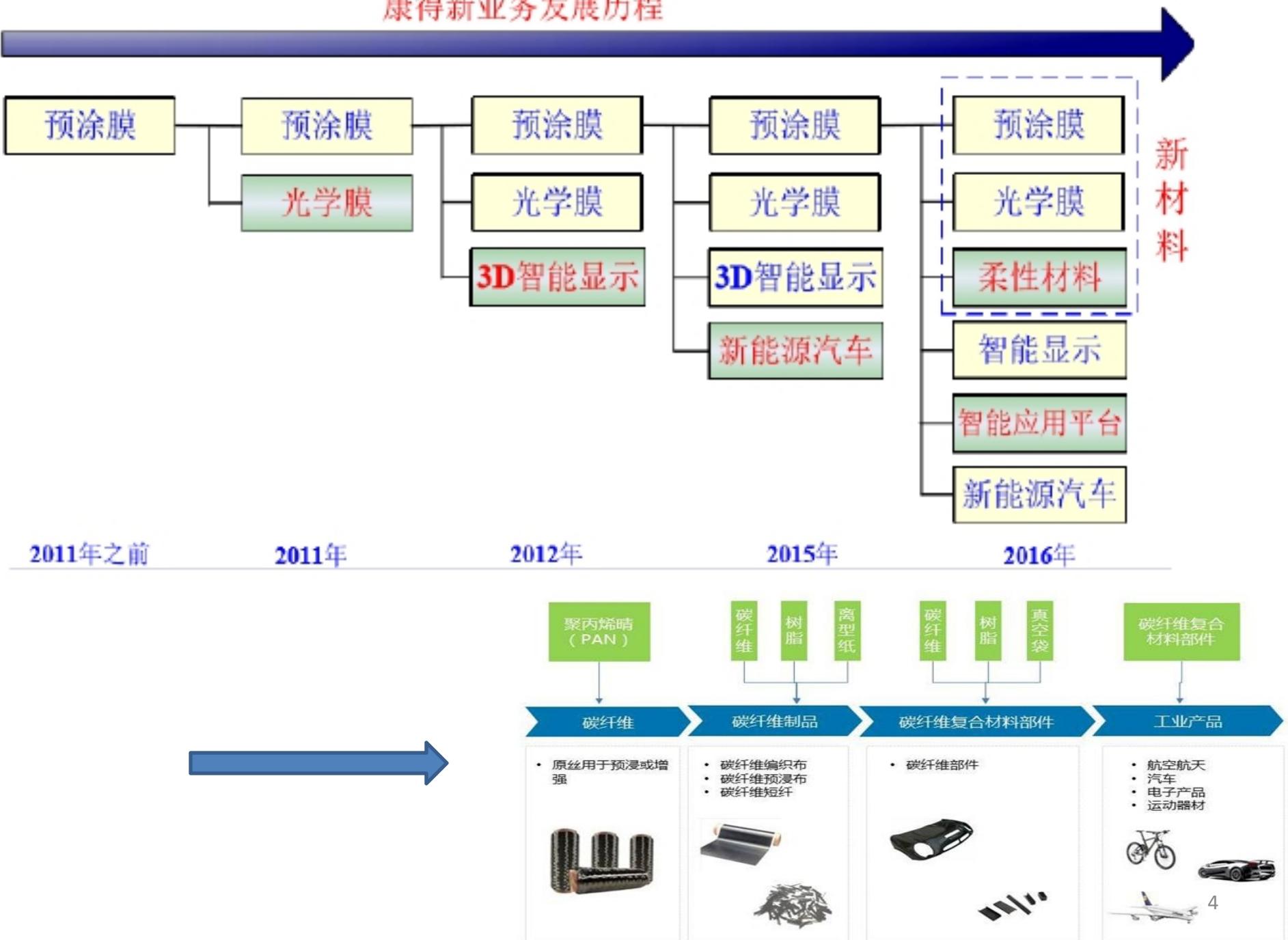
- 康得新成立于2001年，作为一家材料高科技企业，主要从事高分子材料的研发、生产和销售，包括新材料、智能显示和碳材料。从收入构成上看，2012年开始光学膜逐渐占据公司收入的重要地位，2018H1光学膜收入占总营业收入的86.58%。

2010-2018H1 康得新收入构成（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

康得新业务发展历程



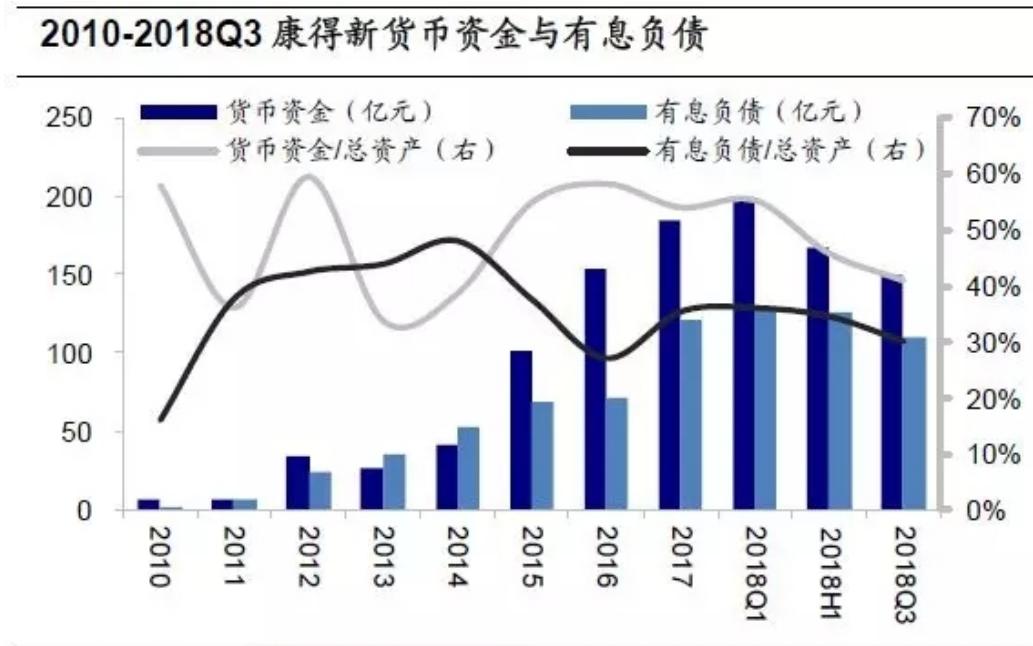
• 此前无违约历史。2010年康得新于深交所上市，2012年发行第一只债券，到目前为止共发行债券17只。除去近期违约的两只债券外，尚有两只存量的中期票据于2022年到期，其余13只债券均已完成兑付，未出现过违约情况。

康得新债券融资历史

债券简称	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%, 当期)	兑付情况	募资用途
17康得新MTN002	2017-07-14	2022-07-14	10	5.48	-	偿还即将到期的信用债
17康得新MTN001	2017-02-15	2022-02-15	10	5.5	-	偿还16康得新SCP001
18康得新SCP002	2018-04-26	2019-01-21	5	5.83	违约	偿还到期的超短期融资券
18康得新SCP001	2018-04-20	2019-01-15	10	5.5	违约	偿还到期的超短期融资券
17康得新SCP003	2017-11-10	2018-08-07	4	5.3	完成兑付	替换康得新光电短期借款
15康得新MTN001	2015-07-28	2018-07-28	6	5.25	完成兑付	1.12亿元补充康得新光电生产经营活动所需营运资金; 4.88亿元用于偿还子公司银行借款
17康得新SCP002	2017-10-20	2018-07-17	6	5.19	完成兑付	替换康得新光电短期借款
17康得新SCP001	2017-08-18	2018-05-15	10	5.2	完成兑付	用于置换银行借款和补充营运资金
17康得新CP001	2017-04-25	2018-04-25	5	5.11	完成兑付	3.4亿置换康得新光电短期借款, 1.6亿元补充该公司日常营运资金
12康得债	2012-12-14	2017-12-14	9	5.9	完成兑付	54,934.93万元偿还公司商业银行贷款; 部分资金补充公司流动资金需求
16康得新CP003	2016-08-23	2017-08-23	4	2.9	完成兑付	2亿元置换保税区康得菲尔短期借款; 1亿元补充康得新光电流动资金; 1亿元补充保税区康得菲尔流动资金
16康得新CP002	2016-08-18	2017-08-18	6	2.9	完成兑付	3亿元置换康得新光电短期借款; 3亿元补充该公司流动资金
16康得新CP001	2016-03-16	2017-03-16	5	2.95	完成兑付	1.5亿元补充保税区康得菲尔流动资金, 3.5亿元补充康得新光电流动资金
16康得新SCP001	2016-05-23	2017-02-17	10	3.68	完成兑付	4亿元置换保税区康得菲尔短期借款, 2亿元替换康得新光电短期借款; 4亿元补充康得新光电流动资金
14康得新PPN001	2014-09-19	2016-09-19	10	7.5	完成兑付	
15康得新CP002	2015-06-19	2016-06-19	4	5	完成兑付	2亿元偿还保税区康得菲尔银行借款, 2亿元偿还康得新光电银行贷款
15康得新CP001	2015-06-18	2016-06-18	6	5.14	完成兑付	3亿元偿还保税区康得菲尔银行借款, 3亿元偿还康得新光电银行贷款

资料来源：WIND、海通证券研究所

- **2015年之后货币资金占总资产比重连续处于40%以上。**坐拥高额货币资金，却依然违约，以及货币资金与有息负债双高的局面，是康得新备受市场质疑之处。具体来看，2015、2016年康得新货币资金大幅增长，从2014年的41.93亿元增长至2016年的153.89亿元，2018年一季度达到峰值197.28亿元，之后有所回落，三季度最新数据为150.14亿元。货币资金占总资产的比重在2015年之后一直处于40%以上水平。
- **有息负债方面，2017年有息负债大幅增加，**主要由短期借款和应付债券构成，2018年三季度有息负债总额110.06亿元，其中短期借款61.81亿元，应付债券40.47亿元。

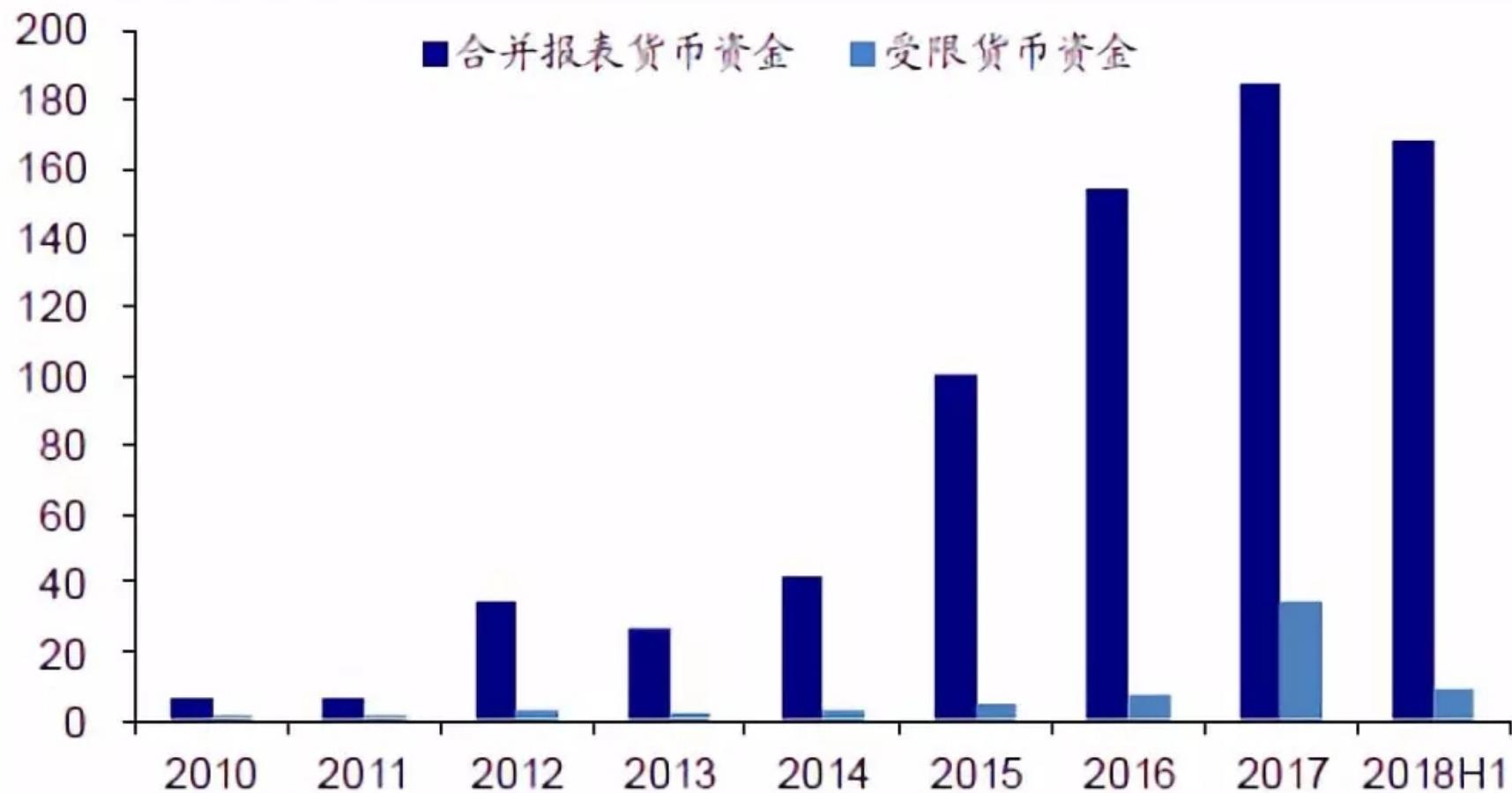


资料来源：WIND，海通证券研究所

注：货币资金与有息负债占比均为占总资产的比重

- 疑点一：披露的数据中并未显示货币资金存在大额受限的情况
 - 纵观公司历年披露的财务报表，受限资金的主要用途为向银行申请银行承兑汇票、保函、信用证的保证金存款，并于“其他货币资金”科目中统计。**2017年和2018年H1**受限金额中还包含部分持有到期的定期存款。不过受限资金在货币资金总额中只占有很小的比例，**2018年H1**披露的货币资金为**167.81亿元**，受限资金仅**8.79亿元**。从账面上看，公司在使用货币资金方面的阻碍很小。
- 疑点二：存贷双高的悖论在于不合理的利息收入与费用对比
 - **2018年前三季度**，康得新利息费用为**5.58亿元**，利息收入仅为**1.98亿元**。既然有大额的账面货币资金，又何必每年付出高额的成本获取外部融资，从成本收益角度考虑不合常理。同时，以利息收入和平均货币资金余额简单计算每年的平均货币资金收益率，康得新的货币资金收益率常年处于**0.4%-0.7%**的水平，**2017年上升至0.99%，2018年前三季度高一些为1.58%**。我国的活期存款基准利率为**0.35%**，如果康得新一直以来的货币资金都是放在银行收利息，那么资金的利用效率未免太低，同时还要支付负债融资大额的利息费用，不是正常企业会采取的融资策略。那么如果不是这样，不禁引人怀疑，账面货币资金是否真实存在？

2010-2018H1 康得新货币资金受限情况（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

何谓“双高”？

- 所谓“双高”应该相对于不同的企业而言，很难用一个绝对数额作为标准来定义。因此我们选用两个相对指标，货币资金/总资产、有息负债/总资产来衡量企业货币资金与有息负债的水平，再通过行业或存量企业数据的均值或中位数划定标准。
- 存贷双高的现象一方面存在有关利息费用与收入，以及融资成本方面的质疑，另一方面存贷双高的企业很可能在货币资金/短期有息负债这一指标上表现较好，如果背后的货币资金存疑，将可能使投资者对企业的偿债能力产生误判。因此对于存贷双高现象我们应给予重视，仔细甄别，那么存贷双高具有哪几种情形？一定是财务数据出现问题吗？

- **情形一：集团型公司在合并报表层面可能出现存贷双高。**对于子公司较多的集团型公司，可能存在的情况是有的子公司产生现金流的能力较强，账面资金较为充裕，资金需求主要由内部资金满足，负债率较低，而有的子公司则更多的依赖外部融资满足日常经营需求，从而负债率较高。合并报表层面就可能出现存贷双高的情况。
- **这种情况反映出企业资金配置效率低。**这种情况下虽然不会出现对于报表数据真实性的质疑，但是也反映出集团内部资金管理分散，配置效率较低。通常可以由设置集团内部的财务公司加强资金的统筹利用效率，从而改善这种资源浪费的局面。如大唐集团2002年在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建而成，成立之初存在大额低息银行存款和高息银行贷款并存的现象，2005年随即成立大唐财务公司以应对存贷双高的难题。与大唐集团一样，许多央企成立财务公司的初衷也是为解决该问题。

- **情形二：虚增利润的同时虚增货币资金。**虚增货币资金的情形可能涉及财务造假。通常而言财务粉饰的目的多出于做大利润或资产，以支撑股价和获得资本市场青睐。虚增的净利润会反映在资产负债表中的“未分配利润”项下，根据会计等式“资产=负债+所有者权益”，所有者权益增加，相应的需要增加资产项目金额或是减少负债，而虚增货币资金则是一种典型的增加资产的手法。虚增的货币资金并非真实存在，尤其是出于“扭亏为盈”目的而进行财务粉饰的企业，因为本身产生现金流的能力存在问题，外部融资需求仍然较强，就可能出现存贷双高的现象。
- 另外一种情况是提取货币资金充时点数，因为资产负债表反映的是时点上的存量数据，则公司有可能在披露报表的时间节点附近提取现金放在账面上，之后再转出。这种情况下，时点上的货币现金是真实存在的，但是公司在日常经营中并没有这么充足的资金，因而依然有融资需求，那么报表上就可能反映出日常融资需求形成的负债以及时点上才存在的货币资金，形成存贷双高的现象。

如何识别？

- **识别手段一：对比平均货币资金收益率与活期存款利率。**以上两种情况，虽然形成账面资金的方式不同，但共同点在于企业日常账面上并没有这么多的现金，那么就可以通过平均货币资金收益率与活期存款利率对比来识别。如果平均货币资金收益率处于活期存款利率附近，甚至低于活期存款利率，就应引起警惕。
- **桑德国际案例。**桑德国际于2005年在新加坡注册，2010年于港交所上市，为一家投资控股公司，其附属公司主要从事环保建设相关的水处理、研发水处理技术，生产水处理设备、提供技术咨询服务以及建设、管理及营运污水及供水项目。2015年2月4日，国际沽空机构EmersonAnalytics发布名为《桑德国际——陷入困境的水处理专家》的报告，对桑德国际信息披露提出5点质疑，其中该机构计算桑德国际2011-2013年货币资金利息率，发现2013年收益率仅为0.37%，而当年我国活期存款利率为0.35%。因而该机构基于较低的利息率对桑德国际货币资金的真实性提出质疑。4月29日桑德国际公告审计师发现截至2014年12月31日，其银行现金存款余额与公司账簿之间有20亿元的差额。

- **识别手段二：对比平均货币资金收益率与融资成本。**除了将平均货币资金收益率与活期存款利率进行对比，也可将其与融资成本对比。在存贷双高的背景下，货币资金收益率又明显低于融资成本，就应引起重视。
- **辉山乳业案例。**辉山乳业成立于2011年，2013年于港交所上市，主要从事奶品及婴幼儿配方奶粉生产及销售，是辽宁省最大的液态奶生产商。2016年12月16日浑水公司发布了对辉山乳业的沽空报告，报告中提到，根据其过往经验，公司伪造现金余额最常见的迹象之一是其借入的钱明显高于其表现出的融资需求，且利率高于现金收益，浑水公司据此对辉山乳业的财务状况提出质疑。2016年初辉山乳业投资8.45亿元利率为3.2%-3.8%的理财产品，但是同年4月，其试图通过奶牛售后回租获得10亿元融资，利率为6.2%。该项融资计划失败后，公司又宣布以相同的利率和方式再次融资7.5亿元，并且当时辉山还计划以7.2%的利率发行高利润理财产品（WMP），为期183天。辉山乳业在购买大额理财产品的同时以更高的资金成本融资，不禁引人质疑。

- **情形三：货币资金中存在未披露的大额受限资金。** 受限货币资金主要指保证金、不能随时用于支付的存款（如定期存款）、法律上被质押或者以其他方式设置了担保权利的货币资金。主要来源是各种保证金存款，反映在“其他货币资金”科目。
- **未披露的大额受限资金可能导致存货双高。** 当货币资金中存在大额受限资金而未披露时，公司能够使用的资金实则很少，因而如果不能满足日常经营需要，则仍然需要进行外部融资，从而产生存货双高的局面。**受限资金未披露可能的情况**一是被关联方或者大股东占用，二是为大股东或关联方提供贷款质押、担保，如与银行签订抽屉协议，质押存单从而放款给大股东或者关联方。
- **金花股份案例。** 金花股份成立1996年，1997于上交所上市，是一家以骨科中药、免疫调节类药和儿童系列药的研发、生产和销售为主导，涉及医药物流领域的上市公司。2005年10月公司公告称在2005年半年报事后审核要求下的自查中发现，自2004年11月起公司以2.85亿元存单质押的方式为控股股东金花投资及其关联公司提供全额银行承兑保证，该项业务于2005年6月到期，金花投资及关联公司未能如期归还，公司存款2.85亿元被银行扣除。2005年公司半年报显示货币资金3.44亿元，那么实际可用货币现金仅为0.59亿元。此外以公司名义借贷、由金花投资承担相关财务费用并主要由金花投资保证、以其资产抵押或第三方保证的10笔银行借款共计3.17亿元，由金花投资使用并承担利息，未在公司账面反映。

- **富贵鸟案例。**富贵鸟成立于1995年，2013年在港交所上市，主要从事男女皮鞋、男士商务休闲装以及皮具等相关配饰的研发、生产及销售。2016年半年报显示公司货币资金27.76亿元，其中受限资金2.03亿元。9月22日H股公告下属子公司存在未披露的向关联方提供担保事项。根据10月14日的公告以及更改后的2016年年报，公司存在未披露的对外担保事项，主要是以定期银行存款质押的方式，为富贵鸟集团有限公司及其他第三方法人和自然人提供担保。2017年7月4日及17日富贵鸟发生担保履约，银行存单被划转14.15亿元。2018年2月底，富贵鸟证实公司截至2017年6月末以存款质押方式对外提供担保总计19.59亿元，资金拆借金额（含担保已被银行划扣履约的金额）合计至少42.29亿元，相关金额可能无法收回。2018年4月23日，因前期大额对外担保及资金拆借，相关款项无法按时收回，“14富贵鸟”公司债券无法兑付本息7.02亿元，构成实质性违约。

如何识别实则为财务粉饰的存贷双高？

- 根据国际做空机构的经验，以及中注协《审计技术提示第1号—财务欺诈风险》，财务粉饰的预警信号可以概括为以下三个角度：
- 首先，从动机角度考虑，关注具有较强财务粉饰动机的企业，如财务稳定性或盈利能力承压，具有IPO或再融资需求等。
- 其次，从具备财务粉饰可能性的角度考虑，如管理层缺乏诚信、公司治理存在缺陷，审计师事务所信誉不佳、曾受到交易所关于财务报表的问询函等。
- 最后，考虑异常的财务信息，如远高于同行业的毛利率，具有隐瞒的关联交易或严重依赖关联交易，可疑的主要股东和管理层股票交易，董监高和审计师异常变动，主要供应商和客户异常变动等。对于财务指标的异动，不仅可以通过报表间的勾稽关系判别，也可通过趋势性和行业横向比较进行分析。
- 存贷双高属于异常财务信息之一。上述三种情形中的后两种情形涉及财务粉饰嫌疑，第二种情形下日常账面没有那么多的资金，第三种情形下资金可能存在于日常账面，但是使用受限。一般而言这两种情形均可以通过将平均货币资金收益率与活期存款利率对比，或者与融资成本进行对比从而提出质疑。进一步的，如果要识别情形三，可以关注大股东是否存在大额融资需求，以及是否有资金紧张的信号，比如高比例股权质押、项目投入资金落实进程慢以及有关资金偿还困难的新闻等。

- 存贷双高的情形，并不意味着财务信息质量一定较低，也不意味着债券风险必然较高，仍需仔细甄别。

康得新货币资金真实性

- 康得新投资收益科目明细中，**2015年只有3.63万元理财收益，2016年只有3万元理财收益，以4%的理财年化收益率计算约75万元理财投资额。**
- 康得新2015年和2016年账上分别有**100.9亿、153.9亿现金**。

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
货币资金（亿）	6.64	6.84	34.5	26.8	41.9	100.9	153.9	185.0
利息收入（亿）	0.01	0.03	0.11	0.18	0.18	0.25	0.88	1.67
理财收入（万）	0.0	0.0	0.0	160.3	0.0	3.6	3.0	3054
财务费用（亿）	0.13	0.35	0.53	1.34	2.63	3.05	2.30	5.50
短期借款（亿）	0.80	6.58	13.3	19.1	18.0	33.6	48.2	72.8
负债合计（亿）	2.55	8.47	27.21	41.65	60.50	91.53	108.23	162.30

- 2017年8月9日，康得新披露《关于使用自有资金进行风险投资的公告》，拟使用不超过 45 亿元进行风险投资，投资范围包括境内外股票、基金、信托、衍生品、委托理财等。
- 2017年康得新账上有185亿，扣除包括募集资金的34.3亿受限货币现金后还有150.7亿现金可支配使用，但从康得新回复深交所问询函中知道2017年购买理财的现金也只有8.5亿。
- 公司**2010年-2016年**账上大量现金但理财收入几乎为零。

2	投资支付的现金	811,205.76
	其中：购买理财产品	85,000

- 从康得新的应收账款质押可以看出资金链非常紧张：

2017年	账面价值	受购额度	受限比例	受限原因
应收票据（亿）	4.30	0.55	12.79%	用于开具银行承兑汇票
应收账款（亿）	44.10	6.15	13.95%	用于质押贷款

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017
经营现金流量净额	2.73	2.26	4.30	9.07	-0.48	36.60
净利润	4.23	6.59	10.03	14.09	19.63	28.90

- 对比2016年账上有很多现金却没有理财收益的企业，负债额度和股权质押率都相对较高：

上市公司 2016 年年报	康得新	龙力生物	神雾环保	保千里
账上现金	153.89亿	9.76亿	4.86亿	33亿
理财收益	3万	0	0	0
应收账款质押	有	无	无	无
实际控制人股权质押比例	99.61%	99.99%	99.77%	94.79%
负债总额	108.23亿	11.75亿	24.5亿	474亿
资产负债率	40.96%	27.80%	48.71%	50.21%

- 2017年账上185亿现金主要集中在三个公司：
 - (1) 张家港康得新光电材料有限公司（简称“光电材料”）账上有**113.3亿**；
 - (2) 康得新复合材料集团股份有限公司（合并报表的母公司）账上有**39.7亿**；
 - (3) 张家港保税区康得菲尔实业有限公司（简称“康得菲尔”）账上有**11.6亿**；

项目	库存现金	银行存款	其中：定期存款
康得新复合材料集团股份有限公司	3.36	397,436.80	-
张家港康得新光电材料有限公司	1.5	1,133,163.10	457,588.38
张家港保税区康得菲尔实业有限公司	0.14	116,631.68	-
智得国际企业有限公司	-	20.747.93	16,537.22
康得新（新加波）有限公司	-	29,498.17	26,138.07
北京康得新功能材料有限公司	2.02	67,030.16	-
其他公司合计	5.55	13,629.64	-

银行的问题与122亿

- 康得新及其子公司账面显示其在北京银行西单支行的存款余额共计12, 210, 067, 986. 20元
- 康得新在北京银行的资金，被归集到了控股股东康得集团在北京银行设立的账户，每当康得新及其子公司的在北京银行的账户上有资金，会被很快自动划转给控股股东，康得新及其子公司在北京银行的账户实际余额为0，全部资金都在控股股东银行账户，由控股股东自由支配使用。
- 从会计实质角度讲，康得新拥有0元银行存款，其账户内资金已被全部转化为对控股股东的其他应收款。
- 资金归集过程实际上是资金往来的关联交易，就是康得新把所有存款转账给控股股东，形成对控股股东按照约定利率计息的借款，只不过这一过程由银行自动操作进行。其交易量巨大，仅交易余额在北京银行的部分账户即至少达到122亿元。

- 康得新没有披露这些关联交易、没有披露关联交易余额，不仅涉嫌违反《证券法》、《上市规则》等法律法规，更涉嫌触犯《中华人民共和国刑法》第一百六十一条，违规披露、不披露重要信息罪。
- 康得新的财务报告中，将应记为其他应收款-应收康德集团的**122亿元资金**，记录为货币资金-银行存款，属于重大会计差错，让公众对其资产情况产生重大误解，涉嫌违反《证券法》第六十三条，发行人、上市公司依法披露的信息，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。
- 控股股东及相关人员涉嫌侵占康得新资金，涉嫌违反《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《上市公司信息披露管理办法》等相关规定，并涉嫌触犯《刑法》第一百六十九条等有关规定。

北京银行

- 北京银行与康得新控股股东签订的《现金管理合作协议》，使康得新资金占用问题由简单的控股股东侵占上市公司资金变为一出罗生门。
- 根据《现金管理合作协议》，康得新及其子公司在北京银行所设立的账户，将被自动归集至控股股东康得集团处，即每当康得新及其子公司在北京银行的账户有余额，北京银行将依据协议划转余额至控股股东处。每次划转均意味着发生了一笔上市主体与控股股东的关联交易。

- 根据《深圳证券交易所股票上市规则》关联交易的有关规定：
- 上市公司与关联人进行本规则第10.1.1条第（二）项至第（五）项所列的与日常经营相关的关联交易事项，应当按照下述规定进行披露并履行相应审议程序：
(一) 对于首次发生的日常关联交易，公司应当与关联人订立书面协议并及时披露，根据协议涉及的交易金额分别适用本规则第 10.2.3 条、第 10.2.4 条或者第 10.2.5 条的规定提交董事会或者股东大会审议；协议没有具体交易金额，应当交股东大会审议。
- 《深圳证券交易所股票上市规则》是对上市公司康得新具有约束力文件，康得新的公司章程应与《上市规则》原则上相一致，如相抵触内容，也应以《上市规则》为准。也就是说，无论如何，北京银行与康得新诸方签订《现金管理合作协议》这一没有具体金额的资金关联交易协议，应当取得康得新股东大会的授权。
- 但遍寻历次康得新股东大会决议的公告，找不到与该协议的相关内容。而在没有取得康得新股东大会授权的情况下，康得新控股股东、康得新、康得新下属子公司根本无权签订该《现金管理合作协议》。

- 北京银行开展集团现金管理业务，明知康得新是深交所上市公司，知道或应当知道相关法律规定。在与各方签订《现金管理合作协议》时，是否查验了相关法律法规、上市公司章程、上市公司股东大会决议、上市公司公告，确认了协议签订方的签署权限？是否存在明知道对方无权签署《协议》却依然按照《协议》生效执行的情况？

- 又根据《合同法》第五十二条，有下列情形之一的，合同无效：
 - (一)一方以欺诈、胁迫的手段订立合同，损害国家利益；
 - (二)恶意串通，损害国家、集体或者第三人利益；
 - (三)以合法形式掩盖非法目的；
 - (四)损害社会公共利益；
 - (五)违反法律、行政法规的强制性规定。

- 根据康得新于2019年5月7日公告的《康得新复合材料集团股份有限公司关于深交所关注函的回复》，其与北京银行签订的《现金管理合作协议》中有如下内容：
 - c. 现金管理服务网络的内容
 - ...
 - (iv) 呈现余额管理
 - 根据《现金管理合作协议》，现金管理服务网络的参与主体可以选择账户实际余额或应计余额的方式作为账户呈现余额，用于有关机关的账户查询、冻结、划扣的依据。
 - 账户实际余额指子账户实际存款余额，如采取此方式，根据前述零余额管理方式，子账户均会显示为零。
 - 应计余额指子账户可用于对外支付的资金总和，在该模式下子账户对账单将不显示该账户与康得投资集团账户之间自动上存和自动下拨等归集交易。
- 如果《回复》属实，根据(iv)这一条，北京银行默许康得新拿“应计余额”应付有关机关，还可以作为“冻结、划扣的依据”。另一方面，这一协议条款帮助隐瞒康德新与康得投资集团账户之间的关联交易。
- 康得新正是据此，对实际上控股股东占款的其他应收款记为银行存款。
- 康得新还向审计机构瑞华会计师事务所出示过“应计余额”，但由于与银行询证函不符，未受到会计师认可。无论康得新与北京银行之间的约定如何，在银行询证函之外，康得新向第三方出示的“应计余额”，显然会被第三方认定为康得新在北京银行的存款，第三方无从知晓康得新“实际存款余额”。

康得新起诉北京银行获北京高院受理

- 康得新复合材料集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其全资子公司张家港康得新光电材料有限公司、张家港保税区康得菲尔实业有限公司、北京康得新功能材料有限公司（以下简称“三家全资子公司”）于近日收到北京市高级人民法院出具的《受理案件通知书》（[2019]京民初 102 号），公司及三家全资子公司起诉康得投资集团有限公司（以下简称“康得集团”）、北京银行股份有限公司、北京银行股份有限公司西单支行合同纠纷案已于2019年7月22日获北京市高级人民法院立案受理。

1、诉讼理由

公司股东康得集团与北京银行股份有限公司西单支行（以下简称“西单支行”）签署的《现金管理业务合作协议》（以下简称“现金管理协议”）及《现金管理服务网络加入申请书》损害了公司的合法权益。

2、诉讼请求

请求法院判令《现金管理业务合作协议》及《现金管理服务网络加入申请书》无效，并要求被告赔偿由此给公司造成的全部损失。

公司目前正在积极组织律师及相关专业团队讨论后续诉讼推进事宜，并将及时对涉及本次诉讼事项的进展情况履行相应的信息披露义务。

2020年7月17日晚间，中国银行间市场交易商协会（交易商协会）发布自律处分公告（公告）称，北京银行股份有限公司（以下简称“北京银行”）作为康得新复合材料集团股份有限公司（以下简称“康得新”）相关债务融资工具的主承销商，在债务融资工具注册发行和后续管理期间存在违反银行间市场相关自律管理规则的行为，对北京银行予以警告，暂停债务融资工具主承销相关业务6个月。



交易商协会自律处分信息 (2019年第12、14次、2020年第8次自律处分会议审议决定)

北京银行股份有限公司（以下简称“北京银行”）作为康得新复合材料集团股份有限公司（以下简称“康得新”）相关债务融资工具的主承销商，在债务融资工具注册发行和后续管理期间存在以下违反银行间市场相关自律管理规则的行为：

一、尽职调查工作未遵循勤勉尽责原则、未保证调查质量，未对康得新参与现金管理业务的情况进行充分尽职调查并督导康得新在债务融资工具发行文件中予以披露。

二、对债务融资工具募集资金使用情况监测和督导不到位，未监测到康得新将募集资金划出体外的情况并督导其及时披露募集资金用途变更信息。

依据相关自律规定，经2019年第12次自律处分会议初审、2019年第14次和2020年第8次自律处分会议复审，对北京银行予以警告，暂停债务融资工具主承销相关业务6个月（包括：暂停受理北京银行报送的非金融企业债务融资工具的注册材料，暂停受理北京银行报送的新增主承销商团成员的材料）；责令其针对本次事件中暴露出的问题进行全面深入的整改。



证券代码：601169 证券简称：北京银行 公告编号：2019-026

北京银行股份有限公司关于媒体报道的说明公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

因康得新无法按时缴纳高达6300万元的诉讼受理费，此诉讼于2019年底被北京高法裁定撤回起诉。

2020年5月，北京银保监局对北京银行现金管理业务不审慎的违法违规问题依法采取监管措施，已敦促该行改进业务管理，提升金融服务水平。

本行关注到康得新复合材料集团股份有限公司（以下简称“康得新”）于2019年7月24日晚间发布的《关于收到北京市高级人民法院受理案件通知书的公告》及相关媒体报道，康得新及其全资子公司张家港康得新光电材料有限公司、张家港保税区康得菲尔实业有限公司、北京康得新功能材料有限公司（以下合称“康得新全资子公司”）以合同纠纷为由已起诉康得投资集团有限公司（以下简称“康得集团”）、本行及本行西单支行至北京市高级人民法院，诉求法院判令本行西单支行与康得集团、康得新及其全资子公司签署的《现金管理业务合作协议》及《现金管理服务网络加入申请书》无效，该案件已由北京市高级人民法院受理。鉴于市场对该报道关注度较高，本行进行如下说明：

截至2019年7月24日，本行尚未收到北京市高级人民法院就上述案件向本行送达的应诉文件。媒体所报道的上述本行西单支行与康得新及康得新全资子公司的合同纠纷，属于本行依法开展业务过程中引发的纠纷，本行在收到相关应诉文件后将积极应诉，维护本行的合法权益。

北京银行是依法设立的股份制城市商业银行，长期秉承依法合规的经营理念，上述事项对本行正常经营活动和财务状况不会产生重大影响。本行将根据相关规定及时履行信息披露义务，本行指定信息披露媒体是《中国证券报》、《上海证券报》、《证券日报》和《证券时报》

- 2020年9月28日晚间，康得新公告，公司及相关当事人收到中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》及《市场禁入决定书》。
- 根据行政处罚书，康得新通过虚构销售业务、虚构采购、生产、研发、产品运输费用等方式，虚增营业收入、营业成本、研发费用和销售费用，导致2015年至2018年年度报告虚增利润总额分别为22.42亿元、29.43亿元、39.08亿元、24.36亿元，分别占各年度报告披露利润总额的136.22%、127.85%、134.19%、711.29%，康得新2015年至2018年年度报告中披露的利润总额存在虚假记载。
- 行政处罚书还指出，康得新2015年—2018年年度报告中披露的银行存款余额亦存在虚假记载。2018年披露为144.68亿元，其中包括康得新及其子公司在北京银行西单支行银行账户余额122.09亿元。
- 根据康得集团与北京银行西单支行签订的《现金管理业务合作协议》，康得新及其合并财务报表范围内3家子公司的4个北京银行账户资金被实时、全额归集到康得集团北京银行西单支行3258账户，康得新及其各子公司北京银行账户各年实际余额为0。
- 行政处罚书认定，钟玉作为康得新实际控制人、时任董事长，策划、领导组织并实施了康得新全部涉案违法事项，为直接负责的主管人员。
- 根据当事人违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度，依据2005年《证券法》第一百九十三条第一款、第三款的规定，证监会拟决定进行处罚，包括对康得新复合材料集团股份有限公司责令改正，给予警告，并处以60万元罚款；对钟玉给予警告，并处以90万元罚款，其中作为直接负责的主管人员罚款30万，作为实际控制人罚款60万元。
- 此外，证监会认为，钟玉作为康得新实际控制人、时任董事长，是康得新虚增利润的决策者、组织者，负责制定虚假业绩指标和协调各部门，负责安排配合虚假业务的供应商、客户及安排相应的资金，在康得新信息披露违法行为中居于核心地位，直接组织、策划、领导并实施了涉案违法行为，是最主要的决策者，其行为直接导致康得新相关信息披露违法行为的发生，情节特别严重。
- 行政处罚通知书还表示，康得新存在触及《深圳证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》、《股票上市规则》规定的强制退市情形的可能性，公司股票可能被实施重大违法强制退市。

- 11月10日晚，康得新发布公告，起诉大股东康得集团。要求康得集团对康得新承担因其侵权行为对原告造成的全部损失50.5亿元，主要原因为，康德集团抽逃、侵占上市公司及合并报表范围子公司资金，非法控制上市公司，操纵上市公司进行财务造假。

证券代码：002450

证券简称：*ST 康得

公告编号：2020-225

康得新复合材料集团股份有限公司

关于向法院申请起诉康得投资集团有限公司的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

康得新复合材料集团股份有限公司（以下简称：“康得新”或“公司”）与康得投资集团有限公司（以下简称：“康得集团”）的侵权责任纠纷事项，公司已于近日向北京市高级人民法院申请立案。

现将具体事项公告如下：

一、本次申请的内容如下：

原告：康得新复合材料集团股份有限公司

被告：康得投资集团有限公司

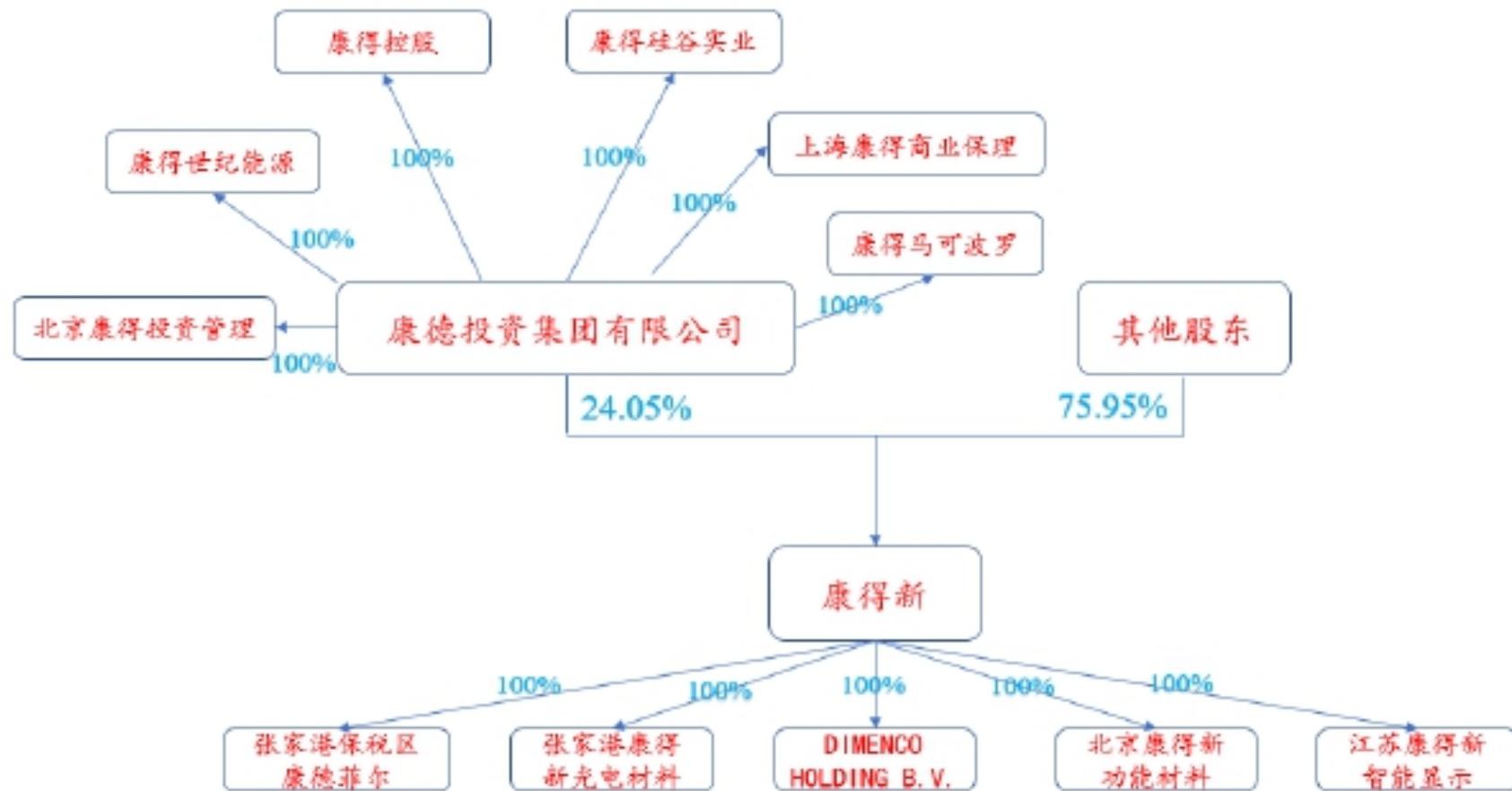
案由：侵权责任纠纷

诉讼请求：

1、请求判令被告对原告承担因其侵权行为对原告造成的全部损失（暂计人民币 50.5 亿元，以实际损失金额为准）；

2、请求判令被告承担本案全部诉讼费用。

钱向何处去？



钟玉

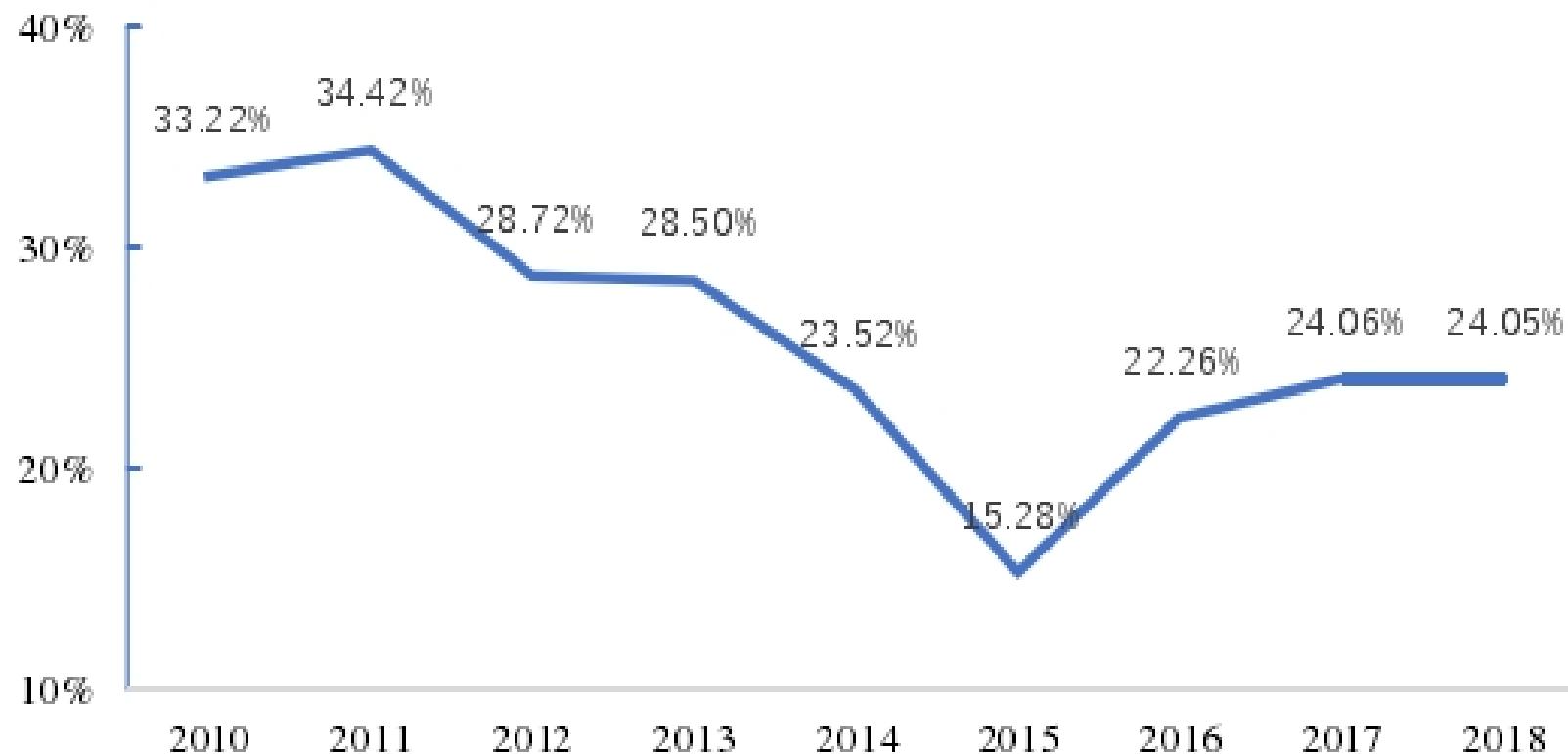
80%

康得投资集团有限公司

23.54%

康得新复合材料集团股份有限公司

康得新与得集团公司及其子公司图（来源：企查查数据整理）



康得集团持股比例变化图（来源：公司年报）

高额货币资金的背后实则存在大股东占款

- 公告大股东占款。2019年1月16日，在18康得新SCP001违约后，康得新收到深交所问询函，要求就货币资金受限情形，存在大额货币资金但未能按时兑付的原因等事项做出说明。20日在《关于公司及控股股东、实际控制人、持股5%以上股东被中国证监会立案调查进展暨风险提示公告》中，公司披露“在证券监管部门调查过程中，同时经公司自查，发现公司存在大股东占用资金的情况。”表明货币资金中实际存在隐藏的受限情况并未披露，从而造成公司仍然需要从外部大量融资。
- 根据18年三季报披露的数据，康得新的控股股东为康得投资集团有限公司（下称康得集团），持股比例为24.05%。其实在爆出大股东占款之前，已有种种迹象表明康得集团资金比较紧张。

- **迹象一：高股权质押比例。**根据历年年报、18年三季报披露的数据，以及2019年1月2日控股股东质押公告，以质押股数和持股总数之比计算质押比例，可以看到康得集团质押比例常年处于高位，2013-2017年连续处于99%以上水平，几乎质押全部所持有的康得新股票。2018Q3质押比例下降至92.59%，2019年1月2日又回复到99.45%的高位。



资料来源：WIND，海通证券研究所

康得集团股权质押年度情况表（来源：公司年报）

截止时间	持有股数 (股)	持有股占总 股本比例	累计质押股 数(股)	累计质押占总 股本比例	累计质押股数占 持有股数比
2010.12.16	53,686,550	33.22%	48,000,000	29.70%	89.40%
2011.7.21	107,373,100	33.22%	104,000,000	32.18%	96.86%
2012.12.17	177,966,848	28.72%	172,500,000	27.84%	96.93%
2013.12.26	268,993,772	28.51%	268,830,000	28.50%	99.94%
2014.12.19	224,017,817	23.53%	217,150,000	22.81%	96.93%
2015.8.18	245,856,507	17.12%	244,799,746	17.05%	99.57%
2016.11.7	785,482,381	22.27%	785,233,655	22.27%	99.97%
2017.12.19	851,414,682	24.07%	847,217,647	23.95%	99.51%
2018.9.30	851,414,682	24.05%	788,694,851	22.27%	92.63%
2019.1.2	851,414,682	24.05%	846,694,851	23.91%	99.45%

- **迹象二：承诺资金迟迟不到位。** 2017年9月30日康得新公告称拟与康得集团、荣成国有资本运营有限公司共同投资康得碳谷科技有限公司，增资金额共计130亿元，其中康得新与荣成国资各增资20亿元，康得集团增资90亿元。一方面这表明康得集团存在大额资金需求。另一方面2018年5月11日，康得新在回复深交所的问询函中称康得集团出资仅到位2亿元，同时各方于2017年10月签署《补充协议》，调整康得集团出资方式为现金及其所持中安信科技有限公司股权的方式出资。半年仅到位资金2亿元，表明康得集团存在资金紧张的可能性。

- **迹象三：扣款挪作他用。**2018年12月29日，扬州扬杰电子科技股份有限公司（下称扬杰科技）公告其投资的新纪元开元57号单一资产管理计划原定于2018年11月13日到期，赎回期截至11月27日，但因康得新股价大跌、康得集团出现流动性危机，康得集团未能如期向信托计划履行回购义务。按照该资管计划的安全保障措施，如果到期未能正常结算，则由新纪元期货股份有限公司（下称新纪元）控股股东沣沅弘控股集团有限公司（下称沣沅弘）承担和履行受让资管计划份额的责任，支出相应的资金到康得集团，然后通过康得集团回到信托计划，再回到新纪元，最后由新纪元向扬杰科技清算。但是康得集团11月27日收到沣沅弘汇出的5600万元后，仅支付了1000万元，截留了4600万元挪作他用，并且一再更改约定的还款日期，至今未付款。

从公告披露的数据来看，康得投资集团净资产急剧减少，不知道2016年利润是否大亏？

康得投资集团有限公司	2015年	2017年
总资产	258.31亿	175.58亿
净资产	104.93亿	25.37亿
负债	153.38亿	150.21亿
营业收入	76.88亿	---
净利润	20.55亿	1.08亿

备注：康德投资集团2015年的数据来源于2016年6月24日收购上海玮舟股权的公告。
2017年的数据来源于康得新回复深交所问询函的公告。

- 2018年6月11日康得投资集团官方声明：合并口径归属母公司的净利润为5.79亿元。如果扣除上市公司康得新利润的贡献5.96亿（24.8亿*24.05%）后，康得投资集团的其余子公司利润加总是亏损的。

康得新资金占用情况

康得新和康得投资集团目前有两个共同投资碳纤维的项目，都放在在可供出售资产里：

（1）康得复合材料有限公司（简称“康得复材”）

2016年4月29日康得新和控股股东康得投资集团共同向康得复材增资4个亿，目的是加速抢占碳纤维部件市场、加强研发投入、加快团队建设、完善碳纤维上下游产业链布局。

股东名称	本次增资后	
	出资额（万元）	持股比例
康得投资集团有限公司	30,000	60%
江苏康得新复合材料股份有限公司	9,000	18%
其他	11,000	22%
合计	50,000	100%

(2) 康得碳谷科技有限公司（简称“康得碳谷”）

2017年10月19日康得新、康得投资集团和荣成市国有资本运营有限公司拟共同投资康得碳谷130亿，康得碳谷原有注册资金10亿：

康得碳谷股东	增资（亿）	增资后持股比例
康得新	20	14.29%
康得投资集团	90	64.29%
荣成市国有资本运营有限公司	20	14.29%
合计	130	92.86%

2018年5月18日康得新回复深交所问询函中：康得投资集团承诺90亿的增资实际到位才2亿，反而荣成市国有资本运营有限公司20亿资金全部到位了。

康得新为关联方提供担保情况变动表（单位：亿元）

年份	担保余额合计	关联担保余额合计	担保金额占净资产金额比例(%)
2010	0	0	0.00%
2011	10.64	0	103.60%
2012	37.95	29.48	58.97%
2013	50.98	50.98	135.36%
2014	68.37	62.63	59.17%
2015	76.63	68.43	83.49%
2016	109.12	106.56	70.03%
2017	123.64	110.66	68.65%

数据来源：Choice 数据库

- 康得新每年都有庞大的资金占用额，主要为关联子公司占款，体现在母公司报表里就是其他应收账款额度巨大，2017年关联资金占用余额与康得新账上货币现金占比高达近1/3，一个正常运营的企业不会有这么大规模占比的关联方资金流动：

财务数据	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
关联方公司资金占用发生额（亿）	—	6.44	10.2	14.5	48.1	39.2
关联方资金占用年底余额（亿）	1.08	0.79	4.13	17.63	45.9	58.6
净利润（亿）	4.2	6.6	10.0	14.0	19.7	24.8
合并报表账上货币现金（亿）	34.5	26.8	41.9	100.9	153.9	185.0
资金占用余额/货币现金	3.13%	2.95%	9.86%	17.47%	29.82%	31.68%

- 2017年资金占用的关联子公司为光电材料（光学膜业务），从光电材料的盈利情况来看，每年盈利较好，2014~2017年累计净利润55.1亿，理论上应该是现金牛公司，但却占用母公司资金58.6亿，让人不禁怀疑其账上现金和利润的真实性：

子公司—光电材料	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
资金占用发生额（亿）	—	2.82	6.46	34.8	39.2
资金占用偿还额（亿）	—	1.76	0	5.85	17.3
资金占用余额（亿）	0.22	1.28	7.7	36.6	58.6
占总关联方余额的比例	27.8%	31.0%	43.7%	79.7%	99.9%
余额增加（亿）		1.06	6.42	28.9	22.0
净利润（亿）		4.2	9.9	16.2	24.8

• 募集资金没有正常投入

康得新2017年报显示，早在2015年和2016年已完成募集、资金合计77.7亿现金，截至2017年末时还剩余59亿，仅用掉2成多，而相关的募投项目将分别于2018年末和2019年初完成，可以说定增项目的进展非常缓慢，按计划达产并形成效益的可能性很低。

单位：万元

募集年份	募集方式	募集资金总额	本期已使用募集资金总额	已累计使用募集资金总额	报告期内变更用途的募集资金总额	累计变更用途的募集资金总额比例	尚未使用募集资金总额	尚未使用募集资金用途及去向	闲置两年以上募集资金金额
2015 年	非公开发行	298,226.92	20,371.99	60,760.96	0	0	0.00%	246,378.11	1.02 亿平方米先进高分子膜材料项目
2016 年	非公开发行	479,040.32	127,837.93	138,837.93	0	0	0.00%	344,187	1、年产 1 亿片裸眼 3D 模组产品项目 2、年产 1.02 亿平方米先进高分子膜材料项目
合计	-	777,267.24	148,209.92	199,598.89	0	0	0.00%	590,565.11	- 0

可供出售金融资产

- 在康得新的资产负债表里，可供出售金融资产是一项增长很异常的科目：

年份	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
可供出售金融资产（亿）	0	0	0.5	3.8	45.2
长期股权投资（亿）	0	0	0.3	0.2	0

2015年可供出售资产买了两家资产：

- (1) 2664万投资了新三板行悦信息；
- (2) 2000万投资了易视腾科技有限公司。

2017年庞大的45.2亿主要是：

- (1) 苏宁银行3.92亿；
- (2) 康得碳谷科技有限公司20亿；
- (3) 风险投资款 3.2 亿美元；
- (4) 康得复合材料材料有限公司9000万。

2015年长期股权投资有：

- (1) 1250万东方视界科技（北京有限公司）
- (2) 2250万新悦视联。

这四家公司都在2017年亏本出售了

风险投资款3.2亿美元

- 国外买固定收益类产品

资金来源	资金来源于自有资金，非募集资金。
合作方	嘉实国际资产管理有限公司和中州国际资产管理有限公司。两家公司分别持有香港证监会颁发的第九类牌照，具有提供资产管理服务的资质。
投资份额	2017年度内公司通过嘉实国际资产管理有限公司开展的投资，发生金额为5,000万美元，赎回投资资金3,000万美元,投资余额2,000万美元；公司通过中州国际资产管理有限公司开展的投资，合计发生金额为27,000万美元，赎回投资资金2,000万美元，投资余额25,000万美元。
投资期限	投资金额的锁定期为半年。
产品类型	证券投资基金和委托投资管理。
预计收益	截止2017年12月31日，产品预期收益554.76万美元。
投资盈亏	盈利
是否涉诉	否
相关资金流向	债券、债券衍生品等固定收益类产品。

- 公告同时披露，境外债券中的2亿美元借给了一家香港注册的公司，该笔资金存在不能收回的风险。而且，无法排除这家公司与二股东存在关联交易的可能性。
- 事情是这样的：
 - 2017年3月16日，康得新境外全资子公司智得卓越，发行了3亿美元的境外债券，利息为6%，期限为3年。
 - 康得新为这笔债券做了担保。

证券代码：002450

证券简称：“ST康得”

公告编号：2019-120

康得新复合材料集团股份有限公司

关于境外债券事项进展情况公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

一、关于境外债券的前期信息披露

康得新复合材料集团股份有限公司（下称：公司）已在2019年5月24日公告的《康得新复合材料集团股份有限公司关于公司担保的境外债券提前到期的公告》（公告编号：2019-109）中披露了境外发行的2020年到期的300,000,000美元6.00%债券（下称：境外债券）提前到期。

- 智得卓越却把其中2亿美元（约合人民币14亿元），转手又以7.5%的年收益借了出去。
 - 具体来说，智得卓越的母公司：Top Wise International Enterprise Limited（智得国际）委托Central China International Asset Management Co.Ltd（中州国际资产管理有限公司，下称中州国际）进行理财管理，并于2017年9月5日与中州国际签署委托理财相关补充协议，由中州国际将2亿美元出借给了一家香港注册的公司：Zhongzhi International Financial Holding Company Limited（中植国际金融控股有限公司），期限为24个月，年收益为7.5%。
- 然而，这笔钱却存在不能收回的风险。
- 2019年3月7日，智得国际正式向中州国际发出商务函，提出终止理财协议，并要求按照理财协议的规定在2019年4月8日前返还本金和利息。中州国际逾期未向智得国际返还本金和利息，存在不能收回的风险。
- 公司将根据国家相关法律法规采取进一步措施，维护公司的合法权益，减轻对公司、债权人和投资者造成的损失。
- 2亿美元疑似流入第二大股东

• 2亿美元去哪儿了？

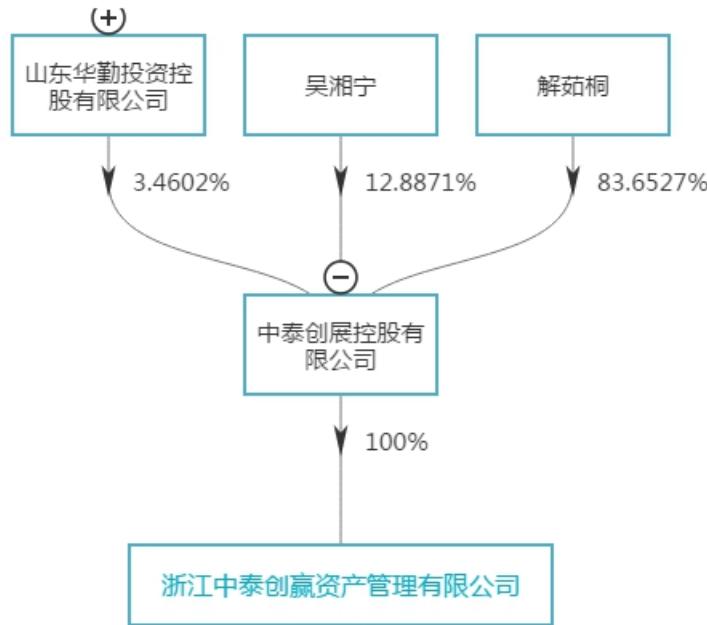
- 公告披露，经公司自查，这家公司与二股东中植系疑似为关联方：中融国际财务有限公司Zhongrong International Finance Company Limited在香港有一家关联企业：Zhongzhi International Financial Holding Company Limited（中植国际金融控股有限公司），二者在中州国际与中融国际财务有限公司签署贷款协议时同受ZR International Holding Company Limited（一家BVI公司）的控制。
- 公司称，目前无法排除中融国际财务有限公司、中植国际金融控股有限公司与公司的第二大股东浙江中泰创赢资产管理有限公司同属一个公司集团且构成关联交易的可能性。
- 资料显示，浙江中泰创赢资产管理有限公司于2016年四季度开始成为康得新的第二大股东。截至2019年一季度，浙江中泰创赢资产管理有限公司仍以7.75%的持股比例维持第二大流通股东的位置。

*ST康得[002450.SZ]-十大流通股东

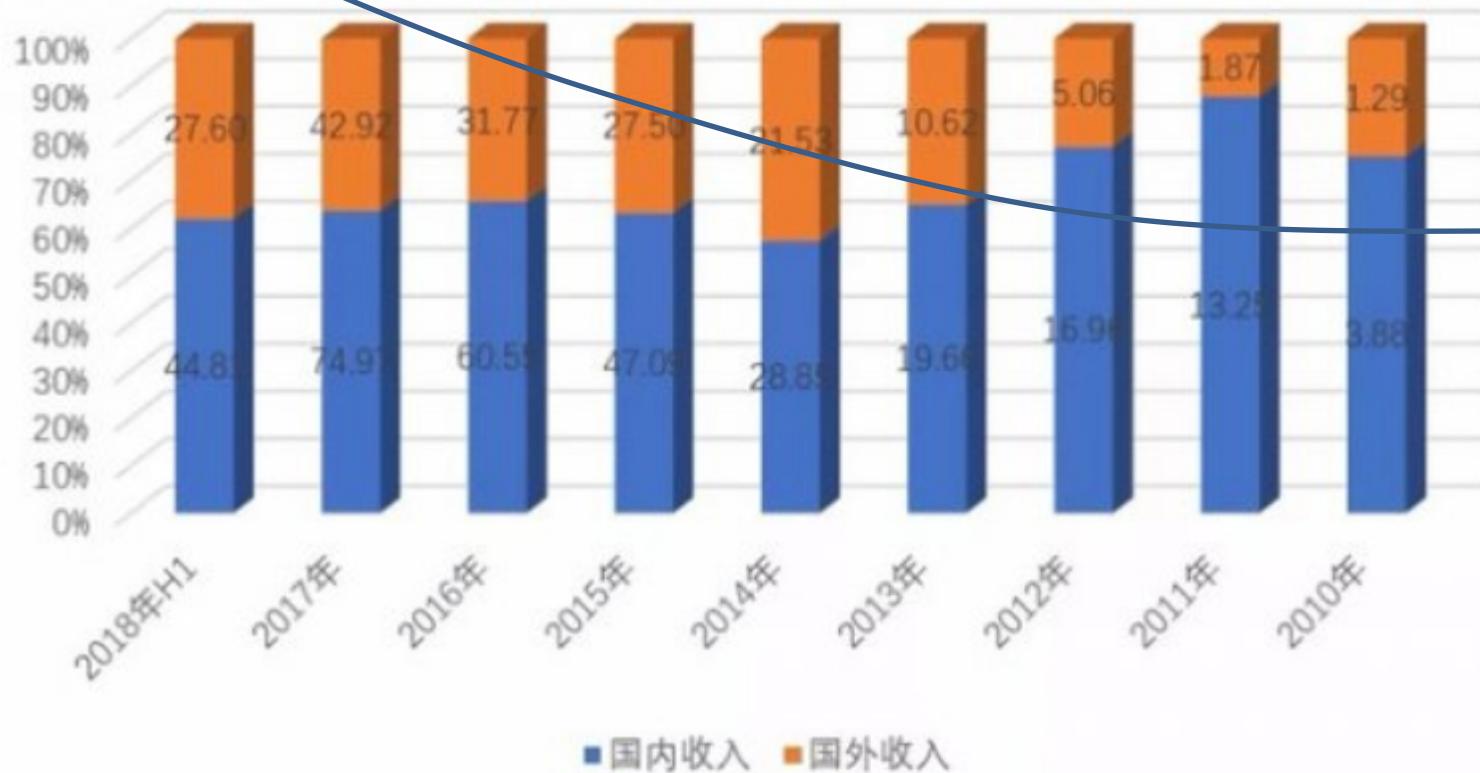
2019一季报

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	康得投资集团有限公司	-	557,297,035	15.7389
2	浙江中泰创赢资产管理有限公司	-	274,365,399	7.7485
3	开源证券资管计划有限公司	-	87,921,212	2.4830
4	深圳前海丰实云兰资本管理有限公司	比上期减少	78,340,814	2.2125
5	深圳前海安勤资本管理中心(有限合伙)	-	56,874,883	1.6062
6	陕西省国际信托股份有限公司-陕国投·鑫鑫向荣90号证券投资集合资金信托计划	-	53,834,792	1.5204

浙江中泰创盈资产管理有限公司系中泰创展控股有限公司全资子公司，而中泰创展控股的第一大股东为解茹桐，有一种说法是民营资本集团中植系掌舵人解直锟的亲属。中泰创展也被认为是中植系成员企业之一。



康得新国内外收入



数据来源：wind

康得新增加业绩的手段

- 固定资产折旧调整
- 坏账准备计提不足
- 营业成本调整
- 高价处置亏损子公司
- 毛利率异常
- 存货异常
- 海外收入异常
- 关联方购销频繁

固定资产折旧调整

折旧期限	康得新	南洋科技	激智科技
房屋及建筑物	30-40 年	10-30 年	20 年
机器设备	10-20 年	5-15 年	10 年
运输设备	10 年	3-10 年	4 年
电子及办公设备	5 年	3-10 年	3-5 年



坏账准备计提不足

从上到下依次是康得新、南洋科技和激智科技的坏账政策

账龄	应收账款计提比例	其他应收款计提比例
1年以内（含1年）	5.00%	5.00%
1—2年	10.00%	10.00%
2—3年	20.00%	20.00%
3年以上	100.00%	100.00%

账龄	应收账款计提比例	其他应收款计提比例
1年以内（含1年）	5.00%	5.00%
1—2年	10.00%	10.00%
2—3年	30.00%	30.00%
3—4年	50.00%	50.00%
4—5年	80.00%	80.00%
5年以上	100.00%	100.00%

账龄	应收账款计提比例	其他应收款计提比例
1年以内（含1年）	5.00%	5.00%
1—2年	20.00%	20.00%
2—3年	50.00%	50.00%
3年以上	100.00%	100.00%

营业成本调整

单位：元

项目	本期发生额	上期发生额
一、营业收入	27,020,461.61	1,594,512.96
减：营业成本	441,376.32	441,376.32
税金及附加	107,571.04	310,211.93
销售费用		
管理费用	12,472,185.27	2,741,448.88
研发费用		
财务费用	-12,411,583.74	26,762,318.28
其中：利息费用	15,688,673.35	32,101,580.93
利息收入	28,762,379.72	8,822,282.10
资产减值损失	202,873.39	540,366.89

高价处置亏损子公司

- 2015年康得新2664万投资了新三板挂牌公司行悦信息（430357），占股3.15%，估值8.46亿。2016年继续增资311万，累计占股3.52%，2016年底上海行悦信息（新三板代码430357）持有2975万。
- **2017年4月27日**行悦信息无法按期披露财报，**6月27日**公告账户被冻结且预付账款不能收回，随后被媒体爆出董事长徐恩麟侵占公司资产并跑路的新闻，然而康得新**2017年中报**完全没有减值。

被投资单位	账面余额			期末	减值准备				在被投资单位持股比例
	期初	本期增加	本期减少		期初	本期增加	本期减少	期末	
上海行悦信息科技股份有限公司	26,640,000.00	3,112,980.46		29,752,980.46					3.52%

- 2017年业绩快报提到行悦信息将确认损失，但是.....
- 行悦信息**2017年底新三板股价为0.3元/股，对应市值3810万，康得新的投资市值也应缩水至120万。**然而康得新披露的**2017年年报**并没有进行减值确认损失。

高价处置亏损子公司

- 2016年6月康得新以4.71亿出售子公司山东泗水康得新复合材料有限公司100%股权，这家子公司2014年和2015年还亏3000多万：
- 其实出售后联系方式和高管变更后，还都是康得新的高管（董事长杨东、董事丁丽）。
- 2016年7月14日山东泗水康得新复合材料有限公司的股东由康得新复合材料集团股份有限公司变更成无锡市联华印刷包装材料有限公司，变更前的高管是徐曙、孙赫民、杨晖、钟玉，变更后的高管是高海萍、丁丽、杨东、张杨，其中杨东担任董事长兼总经理。
- 杨东是2012年11月康得新第二期股权激励计划名单中的子公司副总经理。

项目/年度	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
总资产	79,706.85	109,805.74	113,698.19
总负债	27,943.73	61,117.08	68,272.51
净资产	51,763.12	48,688.66	45,425.68
项目/年度	2013年	2014年	2015年
营业收入	31,876.24	47,673.67	37,999.45
净利润	21.21	-3,144.83	-3,312.9

收入结构

- 康得新的盈利主要靠光电材料（光学膜业务）和康得菲尔（预涂膜业务）这两家全资子公司，光电材料的光学膜业务盈利占比越来越大：

康得新	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
营业收入（亿）	52.1	74.6	92.3	117.9
营业利润（亿）	11.7	16.4	22.7	28.9
张家港康得新 光电材料有限公司	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
营业收入（亿）	18	41.69	57.43	69.04
营业利润（亿）	4.9	11.32	18.72	28.75
张家港保税区 康得菲尔实业有限公司	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
营业收入（亿）	26.9	17.12	15.57	10.29
营业利润（亿）	8.1	5.46	5.77	2.36

收入构成

- 从营收结构来看，也是光学膜的收入比例最高，占比83.38%：

单位：亿元

年份	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
营业总收入	52.1	74.6	92.3	117.9
产品	52.1	74.6	92.3	117.9
光学膜	35.0	58.1	75.2	98.3
预涂膜	15.4	13.7	15.2	18.3
地区	52.1	74.6	92.3	117.9
中国大陆	28.8	47.1	60.6	75.0
国外	21.5	27.5	31.8	42.9

毛利率异常

- 康得新毛利率异常之处在于：
 - (1) 整个公司相对同行业可比公司毛利率相对较高；
 - (2) 预涂膜业务的毛利率接近光学膜业务的毛利率，2016年居然还有所上升。

年份	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
毛利率 (%)	39.10	37.34	40.45	39.92
产品	39.10	37.34	40.45	39.92
光学膜	40.86	38.80	41.07	40.85
预涂膜	35.87	36.14	39.53	35.38
地区	39.10	37.34	40.45	39.92
中国大陆	40.87	37.81	41.02	40.72
国外	37.28	36.54	39.36	38.52

毛利率异常

- 康得新相对同行业的毛利率都高许多，理论上随着竞争者扩大产能，价格和毛利率都有所下降，但康得新的毛利率离奇地维持在高位：

光学膜毛利率 (%)	2013	2014	2015	2016	2017
南洋科技	35.71	44.11	39.51	37.27	22.25
激智科技	34.23	33.55	33.58	29.32	27.63
友辉（台湾）	22.61	17.31	13.15	17.24	15.84
康得新	39.24	40.86	38.80	41.07	40.85
预涂膜毛利率 (%)	2013	2014	2015	2016	2017
新纪源	—	25.13	28.18	25.83	24.09
鸿庆新材	—	13.19	10.9	—	—
康得新	36.83	35.87	36.14	39.53	35.38

- 康得新的高毛利率和高应收款率相悖，高毛利率意味着高附加值高竞争力，高应收款率却意味着对下游议价能力较弱：

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
毛利率 (%)	19.40	32.17	36.33	39.10	37.34	40.45	39.92
应收款/营收 (%)	10.03	15.66	15.16	34.68	38.16	54.11	41.06

- 康得新财务总监王瑜在2017年5月19日股东大会中披露：显示类在一亿平米左右，平均单价在19-21元，装饰在8千多万平米，然后平均单价在25元左右上下波动，窗膜是2千万平米，价格是在80-90元之间，3D在1000万平米左右，然后平均单价在150-190元之间：

光学膜	2014年报	2015年报	2016年报	2017年报
收入（亿）	35.02	58.07	75.16	98.30
销售量（万平方米）	14480	20445	20828	23793
单价（元/平方米）	24.18	28.40	36.09	41.31
成本（亿）	20.71	35.54	44.29	58.2
生产量（万平方米）	15020	20749	21218	23381
单价（元/平方米）	13.79	17.13	20.87	24.89

光学膜价格 (元/平方来)	2013年报	2014年报	2015年报	2016 半年报	2016年报	2017年报
康得新	—	24.18	28.40	—	36.09	41.31
激智科技—扩散膜	9.78	8.84	8.03	7.26		
激智科技—增亮膜	17.80	14.59	13.32	12.38	8.43	8.34
激智科技—反射膜	10.53	9.6	8.07	8.34		

收入确认较早

- 康得新在收入确认上比同行业激智科技激进得多，激智科技必须等到对方收获验收或者海外提单后才确认收入，康得新交付就可以确认收入了。

1、康得新收入确认：

- ①内销：按转移商品所有权凭证或交付实物的时间为收入确认时点。
- ②出口：完成海关报关手续、并确定相关货款能收回时确认收入。

2、激智科技收入确认：

(1) 内销

公司将产品发运并交付购货方，**购货方收货，验收合格并与公司就数量、金额核对确认后**确认销售收入。

(2) 一般贸易方式下外销

货物出口装船离岸时点作为收入确认时间，**根据合同、提单、出口报关单等资料**开具发票并确认收入。

(3) 深加工结转方式下外销

公司将产品发运并交付客户，**购货方收货，验收合格并与公司就数量、金额核对确认后**确认销售收入

存货周转异常

- 康得新的存货周转率也比同行业公司快得多：

存货周转率	2014	2015	2016	2017
激智科技	3.87	3.95	4.34	3.75
南洋科技	4.65	3.59	4.08	3.03
友辉	5.72	5.70	5.71	5.44
康得新	6.61	9.15	9.75	11.9

海外收入异常

- 康得新2017年年报披露海外业务有42.9亿，出口80多个国家和地区。这些基本靠海运，需要一段时间客户才收到货确认收入。国内业务也有75亿，靠陆地运输，也需要一段时间客户验收后才能确认收入。这段时间的商品即存货科目里的发出商品，然而康得新发出商品仅占收入的0.97%，占海外收入的2.68%。

康得新	2014年	2015年	2016年	2017年
运输费（万）	4553	5589	6504	7387
收入（亿）	52.1	74.6	92.3	117.9
运输费/收入	0.87%	0.75%	0.70%	0.63%
存货-发出商品（万）	4480	5374	10848	11495
海外收入（亿）	21.5	27.5	31.8	42.9
发出商品/海外收入	2.08%	1.95%	3.41%	2.68%

- 康得新运输费/收入比激智科技少得多，也比南洋科技的0.99%少，激智科技为2016年10月上市，刚刚经过发审委的审核，该数据更可靠一些：

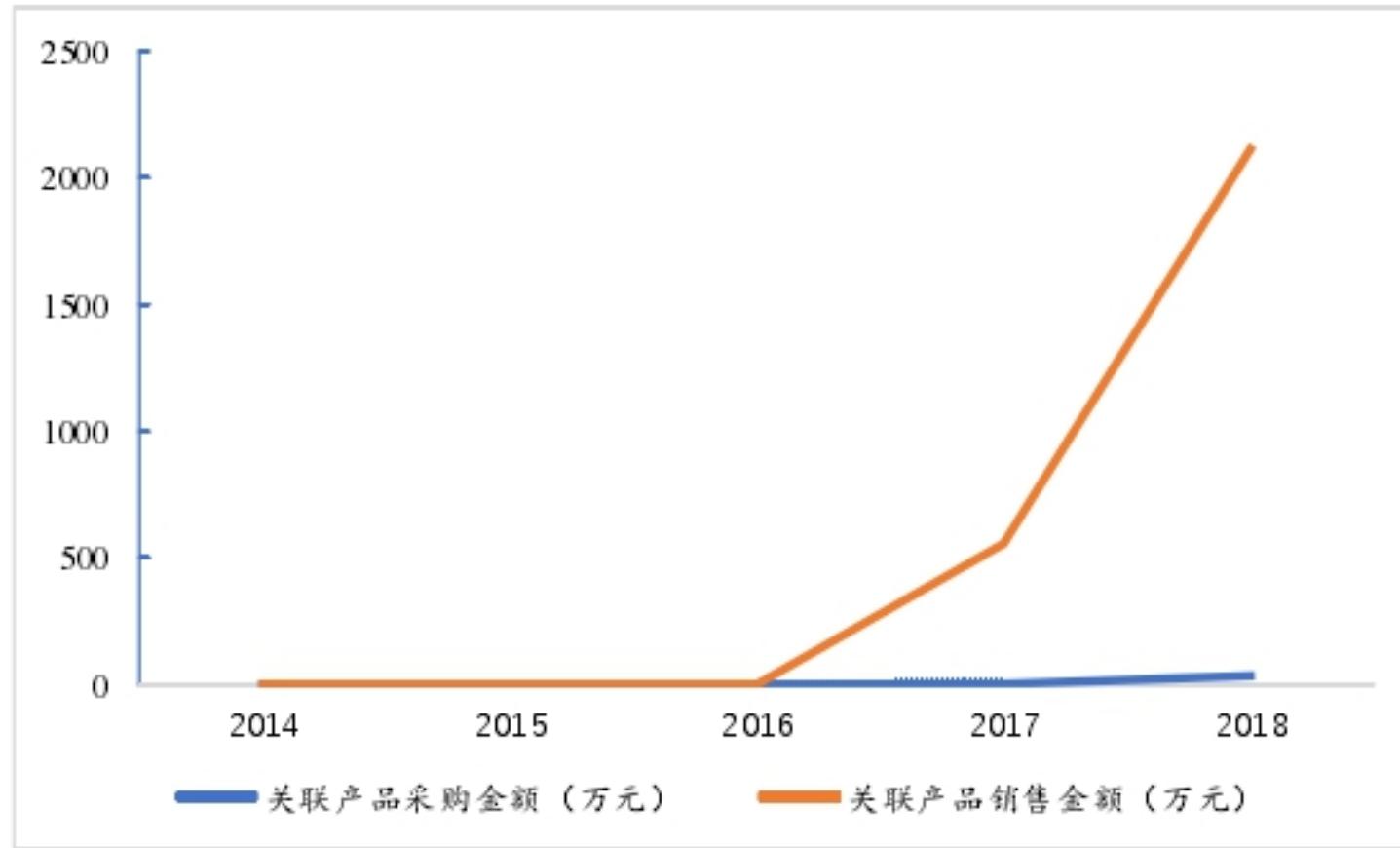
激智科技	2015年	2016年	2017年
运输费（万）	917	1136	1431
收入（亿）	4.72	6.11	7.38
运输费/收入	1.94%	1.86%	1.94%
存货-发出商品（万）	341	651	837
海外收入（亿）	0.74	1.45	1.91
发出商品/海外收入	4.61%	4.49%	4.38%

康得新销售收入存疑，康得新的收入可能并没有报表中的那么高，特别是海外业务。

关联方购销频繁

表 5-2 关联交易明细表（来源：Wind）

时间	交易金额(万元)	交易对方	关联关系
2014-08-13	3,000.00	康得投资集团有限公司	控股股东
2014-11-07	300,000.00	康得投资集团有限公司	控股股东
2015-04-15	600.00	康得投资集团有限公司	控股股东
2015-12-17	480,000.00	康得投资集团有限公司	控股股东
2016-04-29	9,000.00	康得投资集团有限公司	控股股东
2017-04-14	1.03	上海新悦视联科技有限公司	参股子公司
2017-04-14	50.03	上海新悦视联科技有限公司	参股子公司
2017-04-14	103.03	东方视界科技(北京)有限公司	参股子公司
2017-04-14	265.49	中安信科技有限公司	其它关联关系
2017-04-14	1.89	北京新视媒文化传播有限公司	其它关联关系
2017-04-14	123.77	康得复合材料有限责任公司	其它关联关系
2017-04-14	11.94	康得投资集团有限公司	控股股东
2017-04-14	0.31	汇鑫国际融资租赁有限公司	其它关联关系
2017-09-30	200,000.00	康得投资集团有限公司	控股股东
2018-04-20	1.03	上海新悦视联科技有限公司	参股子公司
2018-04-20	50.03	上海新悦视联科技有限公司	参股子公司
2018-04-20	103.03	东方视界科技(北京)有限公司	合营公司
2018-04-20	265.49	中安信科技有限公司	其它关联关系
2018-04-20	1.89	北京新视媒文化传播有限公司	其它关联关系
2018-04-20	123.77	康得复合材料有限责任公司	其它关联关系
2018-04-20	11.94	康得投资集团有限公司	控股股东
2018-04-20	0.31	汇鑫国际融资租赁有限公司	其它关联关系
2018-04-20	1.75	东方视界科技(北京)有限公司	合营公司
2018-04-20	0.40	北京康得新创科技股份有限公司	其它关联关系
2018-04-20	54.61	北京新创联乐上网服务有限公司	其它关联关系
2018-04-20	0.57	北京新尚聚联信息科技有限公司	其它关联关系
2018-04-20	33.11	北京新尚聚联信息科技有限公司	其它关联关系
2018-04-20	0.25	北京新空影联文化传媒有限公司	其它关联关系
2018-04-20	88.08	北京新空影联文化传媒有限公司	其它关联关系
2018-04-20	1,897.33	康得复合材料有限责任公司	其它关联关系
2018-04-20	37.44	康得投资集团有限公司	控股股东
2018-04-20	1.61	汇鑫国际融资租赁有限公司	其它关联关系



关联交易购销情况变动图（来源：公司年报整理）

根据年报交易明细康得新每年会向关联方支付一些材料费和广告费，金额十分微小。但关联销售金额十分庞大，关联交易主要内容是智能显示产品和3D产品。

康得新关联其他应收款余额

年份	其他应收款余额 (万元)
2010	574.30
2011	728.86
2012	239.58
2013	545.94
2014	1588.02
2015	1446.22
2016	2246.84
2017	1330.86
2018Q3	8363.23

根据公司2014年年度报告称，其他应收款大幅增加是因为增加了保证金所致，查询财报明细后发现欠款方期末余额前三名分别是张家港保税区康得菲尔实业有限公司、张家港康得新光电材料有限公司、北京康得新功能材料有限公司，都是关联企业。

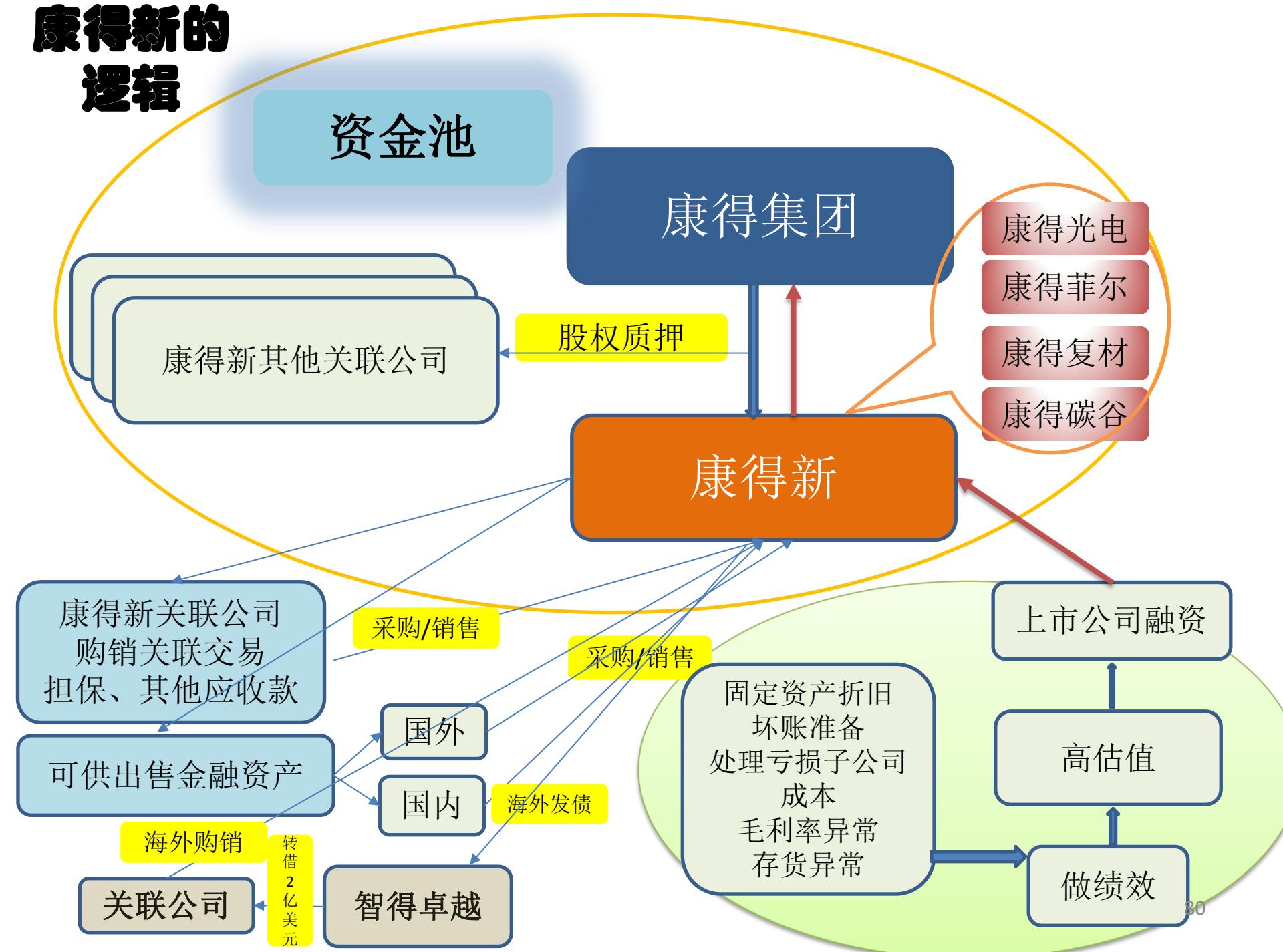
119亿利润全靠“虚增”

- 连续四年利润造假119亿。
 - 2015年虚增利润总额23.81亿元，占年报披露利润总额的144.65%。
 - 2016年虚增利润总额30.89亿元，占年报披露利润总额的134.19%
 - 2017年虚增利润总额39.74亿元，占年报披露利润总额的136.47%
 - 2018年虚增利润总额23.81亿元，占年报披露利润总额的722.16%。
- 经查康得新涉嫌在2015年至2018年期间，通过虚构销售业务等方式，虚增业务收入，并通过虚构采购生产研发费用，产品运输费用等方式，虚增营业成本，研发费用和销售费用。通过上述方式，*ST康得虚增利润总额119亿元。
- 虚增利润总额119亿元是个什么概念？
- 康得新是2010年上市的，上市以来8年的净利润总和也就80多亿！

事件的发展，一切就像安排好的剧本

- 2019年1月23日，康得新戴帽ST。
- 2019年5月6日，被实行“退市风险警示”，变更为*ST康得。
- 2019年5月12日，钟玉因涉嫌非法挪用资金罪被苏州公安机关逮捕。
- 2019年7月5日，康得新收到证监会下发的行政处罚及市场禁入事先告知书，认定2015-2018年，康得新累计虚增利润总额119.21亿。
- 2019年7月8日，康得新开始停牌。
- 2020年7月10日，康得新暂停上市。

康得新的逻辑



01. 当初那个少年风光无限

- 时间倒回多年前。
- 年轻的山东小伙钟玉进过工厂，当过工人，干过特种兵，后进入北京航空学院读大学。1976年毕业后，被分配到航空部曙光电机厂微电研究所工作。
- 当时，文革刚刚结束，很多人害怕政治风险，不敢接下将战斗机发电机寿命从150小时提到500小时的研发任务。但，年仅28岁的钟玉，刚毕业两年，拍胸脯道：“没挑战性的事情没劲，我可就盼着弄点有难度的事情呢。”大家都觉得他吹牛，但他圆满地完成了任务。
- 在钟玉被提升为研究所副所长的四年后，38岁的钟玉在即将再次升职时，却提交了辞职书。是年，他拉了4个人，凑了3万元，创办了康得公司。
- 但是，1988年GDP增长率断崖式从11.3%跌至4.1%，经济的恶化让刚起步的康得举步维艰。
- 整个公司笼罩着低气压，元旦聚会上，大家更是泣不成声。钟玉看到此情此景，说到：“大家看看，在这个年代，哪有职工会为企业的前途而共同落泪？山重水复疑无路，柳暗花明又一村，成功在于再坚持一下的努力当中，康得永远不会倒闭，康得大厦总有一天会在中国这块土地上耸立的！”
- 说完，顺手拿起一瓶二锅头，一饮而尽。

- 当时，国内工业清洁仍以人力为主。冥思苦想后，康得将电动车改装成电动清洁车、电动牵引车的创新，成功填补了市场空白，给康得带来众多大型公共场合和300多家家电厂的订单，也让其起死回生。
- 1992年南巡讲话后，我国改革开放进入蓬勃发展时期，大量西方先进设备涌入。看到这一商机的钟玉，通过代理进口机电设备、清洁设备等产品，大赚一笔。
- 钟玉用了八年的时间，将当年酒桌上的豪言变成了现实。1998年，康得大厦在京落成。一片欢声笑语中，他却在担忧，一旦中国加入世贸组织，国外公司进入，康得的生意将难以持续，必须开拓新的业务。
- 钟玉对时机和市场的把握一向很精准，善于发现市场的空白点，很多时候技术产业面临的困境在他眼中都是机遇。
- 90年代末，国内企业普遍采用对健康有害的“即涂膜”工艺，而相对更先进、环保的“预涂膜”在国内尚无没有生产线。1998年，康得和预涂膜技术掌握者，也是全球最大生产商美国GBC签订合资协议，共同开发国内市场。
- 但钟玉没想到，在投入1500万前期市场费用后，GBC单方面撕毁合同，把生产线放到了韩国。自此，他发誓自建预涂膜生产线。
- 功夫不负有心人。2002年10月，中国第一条预涂膜生产线在康得新建成。在投产时，中国刚加入世贸组织，贸易需求拉动印刷包装业快速发展。凭借过硬的产品质量也吸引了国外厂商前来寻求康得代工。
- 钟玉再次精准地把握了时机。康得新在预涂膜市场大步前行时，GBC却境况愈下。2010年，康得新在A股上市，并成为全球最大的预涂膜生产企业。
- 然而此时，公司预涂膜业务的增速和营收占比均进入下行通道，初现业务瓶颈。钟玉内心百转千回：需要寻找“象”体量的产业，“猪”体量的产业难以支撑。

- 当时，光学膜的核心技术被日本、韩国和中国台湾企业垄断，内地所有光学膜的需求均为进口，政府扶持的相关企业研发也停滞不前。
- 在和面板巨头京东方老板王东升交流后，钟玉决定做光学膜，承诺道：“我这一生还没有想做做不成的事情，定向您交一份满意的答卷。”
- 随即，中国第一家具有知识产权的光学膜规模化生产企业在张家港诞生，康得新光学膜基地投产。2013年，康得新追加投入45亿元，在张家港建设“两亿平米光学膜产业集群”，占据全球出货量的一半，由此也带动了康得新光学膜业务的高速增长。
- 面板产业旺盛的市场需求推动康得新快速发展，2010年上市至2014年，康得新的营业收入与净利润的年均增速均维持在40%以上的水平。
- 预涂膜和光学膜的业务战略性地填补了国内市场空白，同时也给公司和钟玉带来了无限风光。当初那个一心做企业，纾解国家技术产业之困的少年，意气风发。

02.野心勃勃，奈何镜花水月

- 预涂膜和光学膜的成功堪称奇迹，也让钟玉更加坚定自己的方法论——“做别人没有的”。随着预涂膜和光学膜市场逐步饱和，康得新业绩增长疲乏，这次瞄准了裸眼3D。
- 钟玉对产业趋势的判断其实没有问题，但短期变现产出很难。2015年之后，电子巨头都在探索新的显示技术，但裸眼3D技术的突破很难，至今也没有实质性进展。
- 因而，尽管康得新在2016年投入23亿用于该业务，也相继推出裸眼3D电子产品，但终究未能为市场认可。
- 与此同时，钟玉还在布局另一技术产业。看到碳纤维技术被国际市场封锁，国内技术研发无果以及碳纤维在汽车产业领域的应用潜力，钟玉延续一贯作风，先后在全球8个国家布局9个研发中心，出资3000万欧元成立材料研发中心，投50亿在廊坊投资建厂。
- 2017年，钟玉对外宣称公司的碳纤维量产成功。但实际上，康得新只给北汽生产了一个部件。
- 很显然，持续性大额资金投入，未能有匹配性的产出。根据最新证监会对康得新2015年~2018年虚增利润的事实认定，调整后的真实利润水平自2015年已然出现亏损，且亏损值逐年扩大。

- 在钟玉身上有一种情怀，从预涂膜技术到碳纤维技术，国内缺乏何种技术或是陷入何种技术困境，他要做，要做出中国自己的技术水平。
- 但细看钟玉在裸眼3D和碳纤维项目上的失意，或许可以看出端倪。钟玉通过引进国际上相对成熟生产线，整合技术发展国内的预涂膜和光学膜，而裸眼3D和碳纤维技术不同，全球的技术都处于研发探索阶段，此时入局，必然意味着大额资金投入和长周期。
- 所需资金量和耗时远远超出钟玉的预料。

03. 疯魔五年的AB面

- 钟玉一面大刀阔斧地开拓战略型产业，扮演产业英雄的角色，但另一面，资金上的事很不好看。
- 其一，2014年，钟玉私自绕过康得新股东大会，代表康得新与北京银行西单支行签订的《现金管理服务协议》。该协议意味着康得新账户一有资金就实时划到康得集团，故而康得新账户银行存款虽高达122亿元，但实际余额为零。
- 钟玉一面义正严辞，尽量避免或减少康得集团、个人与康得新发生关联交易，一面暗地里不顾上市公司独立性要求，违规操作，构成关联交易，偷偷转移现金。
- 其二，康得新多次增发募资，总计实际融资额将近100亿元，但仅回报了股东红利8.581亿元。此外，2018年4月，康得新发行第一、二期超短期融资券，发行金额总计15亿元。那么，康得新募集的巨额资金流向呢？

- 2016年～2017年，钟玉未经康得新股东大会和董事会的同意，私自将15亿元募资资金存单质押给厦门银行北京分行和中航信托。违规担保，骗取巨额信托贷款。
- 2018年，康得新光电与赛鼎宁波签订委托采购设备协议，支付采购预付款21.74亿元。次年5月，康得新称，设备供应商收到货款后已直接或间接将该批货款汇入康得集团账户。但，事实上康得新钱货两空。
- 此外，康得集团还通过虚假工程合同和虚假商业保理分别套取康得新募集资金7.9485亿元和8.75亿元。
- 根据后期调查，钟玉通过虚假工程合同、虚假商业保理、虚假采购以及违规担保，共计掏空康得新53.44亿元。
- 其三，康得新上市一个月，康得集团就将其持有的16.089%的股权质押。十年间，股权质押的雪球越滚越大，截止今年5月21日，康得集团已质押股份占比高达98.98%。
- 高质押股权下面临的必然是高质押爆仓的风险。事实上也确实发生了，康得新股票遭到恶意做空，自2017年每股27元连续跌至2019年2月2.47元，叠加江苏省内银行开始限贷抽贷，二级市场大量抛售，企图击穿质押线。后来还是通过康得新的巨额资金化解康得集团股票被平仓的风险。
- 康得新真是康得集团名副其实的钱袋子。
- 但，纸终究包不住火。122亿存款凭空消失，瞬间激起千层浪，那么150亿的负债该怎么偿还呢？
- 连续四年年报虚假记载，扒除虚假存款后，2018年康得新账面货币资金余额仅为31亿元。2019年初步调整后的现金流数据显示，内部盈利现金流为-7.81亿元，外部融资现金流为-121.92亿元，此时的康得新只是个被掏空的空壳子⁸⁷

- 13万投资者唏嘘一片，迷惑地站在原地，幻想着一切都还有转圜的余地，最终也只能绝望地看着事件的发展，一切就像安排好的剧本。
- 据悉，钟玉曾在事发后的债券持有人大会上表示：股东挪用资金少于100亿元，康得新和大股东的钱放在一个资金池混用。康得挪用的资金一部分用于投资碳纤维项目，另一部分用于股权质押贷款补仓，贷款的钱也主要用于碳纤维项目。
- 碳纤维项目吞噬现金是真，但其专心布局造假，腾挪资本，掏空康得新，致使13万投资者沦为炮灰也是真。因此，钟玉此话到底有几分真呢？
- 时至今日，康得新走到退市的结局，背后是实力难以支撑业务扩张的野心。创造奇迹的成功者，难以控制内在非理性的冲动，野心一旦膨胀，踏入资本的沼泽，只会越陷越深。
- “我还是从前那个少年，没有一丝丝改变，时间只不过是考验，种在心中信念丝毫未减……”
- 但钟玉和康得新，都已不是从前那个少年。一饮而尽的豪情，振兴民族产业的壮志，已被资本、野心、欲望吞噬。

谢谢聆听！