

科通芯城（港股代码：400）

横跨 10 年的世纪骗案 | 2017 年 5 月 30 日 | 反驳

在这份反驳报告中，我们将展示坚实的证据说明科通芯城绝大部分的中小型客户根本并不存在。科通芯城的线上平台及手机平台流量同样极低。我们亦会证明科通芯城的澄清公告自相矛盾，例如，科通芯城选择的网站流量数据来源同样将带出其网站流量敬陪末席的结论。就工商申报档案而言，科通芯城解释其绝大部分收入均来自香港，我们将继续在首次覆盖报告中有关收入比例的讨论，并得出一家专注服务中小型客户的线上分销商不可能绝大部分收入来自香港的结论。科通芯城线上中小型客户的行为实在非常奇怪，我们只能得出科通芯城已成功开创“B2G”模式的结论。

一、弔诡的情况：最大的 IC 电商平台，最小的流量

在第一份报告中，我们展示了由领先的网页流量及排名提供者提供的坚实证据，显示科通芯城的网站流量极低。我们的调查亦发现显示科通芯城的网站及硬蛋网均存在众多设计缺陷及问题。公司对此基本有两点回应：(a) 公司的总商品交易额大多由手机应用程序产生¹及(b) 大部分的交易均在线下进行²。在澄清公告中，除了花费大量篇幅畅谈其所谓的独特商业模式外，公司亦尝试反驳我们对网页流量的估算，指我们“恶意把最低的每日人次说成是每月人次”。我们接下来将逐一反驳其论点。

(a) 流量极小、欠缺维护的手机平台

在我们揭露科通芯城网站的众多问题后，主席康敬伟先生（“康先生”）反过来指“公司大部分的商业需求均来自手机应用程序，并已在上市时披露”³。这个答案绝对在我们预期之内，因为所谓的手机应用程序只是微信内一个名为“芯云”的官方服务账号，而此等账号的流量似乎难以估算。

在向各位展示该手机应用程序的实况前，我们希望指出一家“港股「互联网+」代表”（摘录自澄清公告）上市公司的大部分业务来自微信账户而非互联网本来就让人难以置信。我们亦认为一个微信官方服务账号足以产生人民币 216.5 亿元的总商品交易额亦与正常人的认知有所矛盾。因此，我们开始对科通芯城神秘的微信账户开展调查。

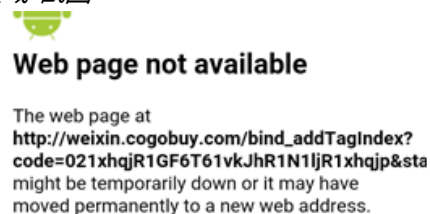
图表1：芯云的截图



资料来源：芯云，于2017年5月24日截取

接下来，我们尝试点击“您感兴趣或关注的领域”，并得到以下结果：

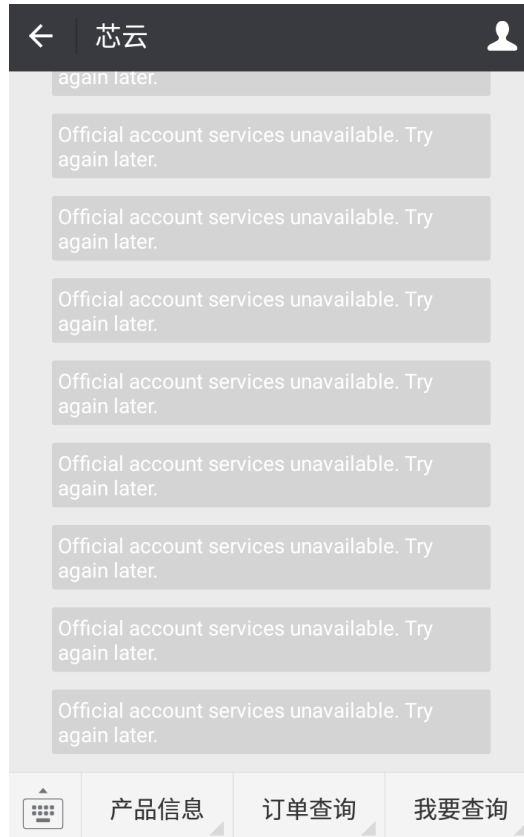
图表2：芯云“您感兴趣或关注的领域”截图



资料来源：芯云，于2017年5月24日截取

我们希望科通芯城在使用微信账户作为藉口前先解决这种低级错误，并发现芯云与科通芯城网站的风格非常类似：两者均充满低级错误、没有日常维护。举例而言，若你按进“订单查询”中的“应付信息”，会出现以下结果：

图表3：芯云‘订单查询’中的‘应付信息’截图



资料来源：芯云，于2017年5月24日截取

据我们的资讯科技顾问指出，上图出现的原因是科通芯城的微信程序对微信的查询未有给予任何反馈。由于这份是研究报告而非测试报告，我们不希望在这里逐一指出芯云的其他错误。我们的资讯科技顾问更指出一个刚毕业的程序员可在一个月內完成搭建此基本的微信平台。

在各位阅读这份报告时，我们相信大部分的错误经已被修正（我们希望...），但无论如何，我们亦鼓励各位读者亲身体会芯云，领会公司幻想数以十亿计总商品交易额的源头。

管理层可能会争论指一个设计差劣的平台并不一定代表低流量。为了估算芯云的真实流量或订阅数量，我们可以参考芯云所发每个帖的阅读量作参考。微信官方账户容许公司向订阅者发布帖子。例如，科通芯城举办的电话会议中其中一名嘉宾便指他会阅读芯云发布的帖子⁴。每个帖的阅读量及留言量均可在帖子的底部观看，我们可由此间接地通过读者数量估算芯云的流量或订阅数。

图表4：芯云其中一个帖子的截图



资料来源：芯云，于2017年5月24日截取

举例而言，我们可在上图中看到该帖子截至2017年5月24日共有83名读者。芯云以往曾发布的帖子可在微信账户的历史信息中找到。以下是芯云自3月起曾发布的帖子：

图表5：芯云自2017年3月至2017年5月24日曾发布的帖子

日期	标题	读者数	点赞数
2017年5月19日	硬蛋推进 AI 平民化 人人都 DIY 人工智能应用	215	2
2017年5月19日	聚投 100 每周项目推介 虚拟遥控器、智能配奶机、穿戴翻译机	70	0
2017年5月19日	IN 头条一周要闻 勒索病毒获高额赎金 淘票票总监出任街电 CEO	62	0
2017年5月19日	硬蛋主办投资人分享会 5.25 于深圳亮相	65	0
2017年5月15日	【邀你参加】智"芯"时代，未来家电——硬蛋网智能家局·解决方案研讨会	342	0
2017年5月12日	IN 头条一周要闻 易到获网约车牌照 刘强东晒限量跑车	313	2
2017年5月12日	机械人走路爱碰壁?5 家定位导航供货商让它们"认路"	63	0
2017年5月12日	Microsoft Azure: 低成本高效率 摩拜单车都在用的云服务平台	101	1
2017年5月12日	聚投 100 每周项目推介 孕诺助孕耳塞、智能轮椅、相机稳定器	73	0
2017年5月12日	全球人工智能技术大会 5月21日与您相约北京	102	0
	平均	140.6	0.5

资料来源：芯云，于2017年5月24日截取

由于我们预期科通芯城将在报告发出后马上安排人手刷流量，我们建议各位读者尽快查阅上述数据。芯云自3月起的帖子平均每个只有140.6人阅读，敢问一个产生数以十亿元总商品交易额的平台有可能只有百多名读者观看其帖子吗？更重要的是，芯云自2017年1月16日至2016年5月12日从未发布任何帖子。

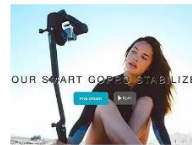
图表6：芯云历史信息截图

Microsoft Azure：低成本
高效率 摩拜单车都在用的
云服务平台



2017年5月12日

聚投100每周项目推介 |
孕诺助孕耳塞、智能轮
椅、相机稳定器



2017年5月12日

全球人工智能技术大会5
月21日与您相约北京



2017年5月12日

共享制造唱主角 硬蛋要做
制造业的“一带一路”



2017年1月16日

资料来源：芯云，于2017年5月24日截取

管理层可能会争论指科通芯城是一个B2B平台，不能以常识性的标准如读者数目来衡量。因此，为解决科通芯城的顾虑，我们亦总结了云汉芯城（显然同样是一个B2B平台）在微信发布帖子的情况：

图表7：云汉芯城自2017年3月至2017年5月24日曾发布的帖子

日期	标题	读者数	点赞数
2017年5月23日	云汉芯城是个好苗子: 真流量、真交易、真盈利、真服务	1,472	46
2017年4月27日	FUTURE 货源低至7折, 再送京东卡	523	8
2017年4月27日	元器件涨价的受灾范围比我们想象的要严重(富昌 Q2 市场行情解读)	355	2
2017年4月6日	云汉芯城签约 Maxim 官户授权代理	1,705	22
2017年3月21日	云汉芯城领秀慕尼黑上海电子展 树立行业创新标杆	616	15
2017年3月21日	型号搜索官方中文版首发: 参数、替代型号、生命周期、ECCN!	172	2
2017年3月15日	云汉芯城网红引爆慕尼黑上海电子展	1,293	15
2017年3月15日	当TA收到这个通知时懵圈了...	1,065	1
2017年3月13日	美女网红直播慕尼黑电子展, 弹幕互动领千元京东卡	1,223	21
平均		936.0	14.7

资料来源：云汉芯城微信账户，于2017年5月24日截取

我们观察到云汉芯城每个帖子的读者人数是芯云的6倍，由于芯云可以产出数以十亿计的总商品交易额，我们认为云汉芯城的微信账户亦能带来巨大总商品交易额。可是，一名云汉芯城的员工指出：

“目前云汉芯城100%的订单及流量均来自于网页平台，并没有任何订单来自手机平台。云汉芯城的微信账户主要用于企业信息展示和市场促销信息发布，无订单处理功能。电子元器件的产品编号复杂，含有大量字母、数字及符号，并不适合在手机平台上查询。”

我们希望管理层充分解释芯云如何在流量仅及云汉芯城一个没有下单功能的微信账号六分之一的情况下仍产生公司绝大部分的收入。我们亦希望管理层能解释芯云近4个月的时间没有发布任何新消息的原因。

(b) 大部分交易均于线下进行

在科通芯城举办的电话会议上，管理层邀请了部分大型蓝筹客户及供应商参与以支持科通芯城。他们异口同声指交易大部分过程均在线下进行，因此不能经由线上流量核实。⁵例如，一名博通的高管指：

“我们跟科通芯城现在的生意都是传统的代理商的生意，都是线下的，网上那个部分我们不是很清楚，我们也没有跟科通芯城有网上的生意往来”⁶

我们希望指出我们从未在第一份报告中攻击科通芯城的线下蓝筹客户业务，而只是质疑其线上中小型客户业务。我们相信科通芯城只是一家传统的线下分销商，主要服务蓝筹客户，与互联网概念毫无半点关联。为了获取高估值，康先生首先将蓝筹客户以线上概念重新包装，然后制造一个可疑的中小企客户份额，并以此作为科通芯城近来快速增长的源动力。如果科通芯城仅仅是一家线下分销商，它又如何拥有此等高速增长率及如此大量中小型客户的业务？最重要的是，为何科通芯城可以享受极高估值而其可比公司市盈率仅在10倍左右？

我们在这里重复科通芯城在过去数年间解释其高速增长的理由，并交由读者决定其飞快增长是否真实。

图表 8：管理层对高增长解释的原因

	收入	净利润
2016	该增长主要是由于线上平台的一站式服务带动 IC 及其他电子元器件的销售进一步增长。	溢利增加主要是由于收入增长。
2015	我们收入的增加主要是由于产品销售量大幅增长，尤其是对新增中小型企业客户的销售。	该增加主要是由于自营收入增加及第三方平台销售增加。
2014	我们收入的增加主要是由于我们的线上平台带动销售量产生内部增长及交易客户数目增加。	该增加主要是由于自营收入增加及第三方平台销售增加。

资料来源：科通芯城年报

(c) 来自 <http://alexa.chinaz.com>，自相矛盾的流量数据

在澄清公告中，科通芯城使用了来自 <http://alexa.chinaz.com> 的流量数据，而非我们在第一份报告中使用的两家全球领先的流量数据提供者—Alexa（亚马逊旗下）及 SimilarWeb 的数据。以下是科通芯城网站在 <http://alexa.chinaz.com> 排名的截图：

图表 9：科通芯城网站在 <http://alexa.chinaz.com> 的排名



子站点被访问比例/人均页面浏览量

资料来源：<http://alexa.chinaz.com/cogobuy.com>，于 2017 年 5 月 29 日截取

正如上图显示，此网页声称采用来自 Alexa 的排名以估算流量数据。更甚的是，在其简介页面，其声称自身在 Alexa 网页排名中跻身前 500，显示了此网页对 Alexa 数据的信心及依赖。一个非常直接又显而易见的问题是为何科通芯城采用此网页作参考，而非如我们第一份报告一样直接采用 Alexa 的排名？此问题的答案很

可能就在上图之中。我们建议读者浏览 Alexa 的官方网站 www.alexa.com/siteinfo，以亲自验证我们第一份报告中指科通芯城网站相比其对手在流量排名敬陪末席的说法。

即使如此，既然科通芯城推荐使用 <http://alexa.chinaz.com>，我们亦尝试比较科通芯城与其他可比公司。首先，让我们先摘录科通芯城澄清公告中的相关部分，亦是我们认为整份公告最精彩的部分：

“报告恶意把最低的每日人次说成是每月人次，我们每月估计人次 210,000 是报告所说的 5,400 人次的 39 倍左右，并且远高于该报告引用的其他据称同行公司，例如万联芯城 (xlxmall.com) 及硬之城(Allchip.com)。”

首先，万联芯城的网址应为 wlxmall.com，而非 xlxmall.com；硬之城的的网址应为 allchips.com，而非 allchip.com。其次，我们从来没有在第一份报告中提及硬之城，亦不能理解为何硬之城会突然成为“该报告引用的其他据称同行公司”。

第三，让我们看看科通芯城的流量是如何“远高于该报告引用的其他据称同行公司，例如万联芯城 (xlxmall.com)及硬之城(Allchip.com)”：

图表 10：可比公司根据 <http://alexa.chinaz.com> 估算 2017 年日平均流量

	总计	第 21 周	第 20 周	第 19 周	第 18 周	第 17 周
捷配电子市场网	262,800	47,900	50,000	53,400	57,500	54,000
云汉芯城	109,600	21,200	16,300	18,000	23,900	30,200
华强电子网	91,600	18,600	20,800	13,200	22,500	16,500
IC 交易网	45,300	9,400	7,500	6,800	10,900	10,700
科通芯城	30,970	6,260	6,130	5,700	7,310	5,570
硬之城	25,100	3,800	1,800	3,500	13,800	2,200
硬蛋网	12,290	2,400	3,150	1,360	2,630	2,750
万联芯城	1,950	750	不适用	750	450	不适用

资料来源：<http://alexa.chinaz.com>，于 2017 年 5 月 29 日截取

我们亦鼓励读者们自行到 <http://alexa.chinaz.com> 查证上述流量数据。

技术上而言，科通芯城指其“流量远高于该报告引用的其他据称同行公司，例如万联芯城(xlxmall.com)及硬之城(Allchip.com)”并没有错误，但读者们综合这句表述及上表数据即可得知科通芯城管理层的道德水平及扭曲事实的能力。

除却硬之城外，上表所有公司均为我们在第一份报告中图表 2 中列示的可比公司。科通芯城频繁地指我们不应以 B2C 的角度去评价一家 B2B 公司，但我们需要指出的是我们从未将科通芯城与任何 B2C 公司比较，上表列示的均为售卖电子元器件的 B2B 公司。

让我们再细看相关数据，万联芯城 2016 年的目标收入为人民币 1 亿元，而云汉芯城 2016 年的收入则达人民币 10 亿元。科通芯城 2016 年的收入为人民币 129.3 亿元，流量大于万联芯城是理所当然的事，**但科通芯城又如何解释其与云汉芯城，以至其他可比公司如华强电子网的流量差异？**根据科通芯城的招股书，科

通芯城于 2013 年 IC 及其他电子元器件的交易型市场中市场份额高达 55.1%，而华强电子网的市场份额仅为 5.6%。

即使在极端情况下如科通芯城仅 10%销售来自线上计算，其线上收入仍将较云汉芯城为高，因此亦应录得更大流量。在同样的 B2B 模式下，我们非常好奇科通芯城如何吸引大量隐形客户，使用其服务后在网页或手机平台完全不留痕迹。若果如此，我们必须承认在线上服务隐形客户绝对是科通芯城独有的商业模式。

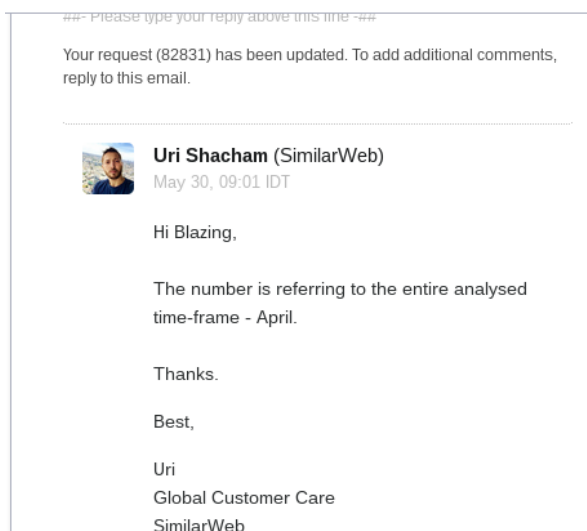
总结而言，即使采用科通芯城提供的数据来源，我们亦同样得到其流量与竞争对手相比近乎敬陪末席的结论。我们认为澄清公告中的内容自相矛盾，足以总结科通芯城的线上业务并不存在。

另外，我们从没“恶意把最低的每日人次说成是每月人次”，相关每月 5,400 名浏览者的数据为直接从另一家全球领先的流量数据提供商 SimilarWeb 摘录而来，而非科通芯城推荐的 <http://alexa.chinaz.com>。我们已在第一份报告中清楚表明资料来源，各位读者可在 <https://www.similarweb.com/website/cogobuy.com> 验证此数据。

尽管非常明显 SimilarWeb 显示的是月度数据，但是我们也联络了 SimilarWeb 要求其澄清，而其答复如下：

图表 11: SimilarWeb 对 Total Traffic 数据的定义回复

(2) Clarification on Total Traffic



我们希望科通芯城的管理层能充分解释何为“报告恶意把最低的每日人次说成是每月人次，我们每月估计人次 210,000 是报告所说的 5,400 人次的 39 倍左右”。我们采用全球领先的网站排名及流量信息提供商，并把相关数来源在首份报告中清楚列明，而科通芯城则随意找来一个网站声称我们恶意把每日人次说成每月人次，而该网站的数据也与科通芯城的澄清公告自相矛盾。我们让读者自行衡量科通芯城的可信性。

网页更新及运营故障

在澄清公告中，科通芯城指出：

“故本公司认为，更新首页的外观实属不必要及不需要。”

由于所有网页已备份存档，科通芯城只能承认其数年来并未更新网站首页。其首页的精选产品大多已过时或停产，但公司仍认为该等更新“实属不必要及不需要”，在此情况下，我们只能让读者自行判断。

就网页的运营故障，这又是一个明显而刻意的谎言：

“尽管升级及加密确实对 Cogobuy.com 造成一定程度的运营故障，但网站的绝大部分网页于大多数地区仍能全面运行。”

据我们的资讯科技顾问指出，一个网站在某些特定地区故障而在其他地区正常运作是极其罕见的事情，我们希望管理层披露他们如何达至这一结论，并公布那些全面运行的地区。**但无论如何，我们可以向你保证，全球绝大部分地区（若非全部）在 4 月的那一周均不能浏览科通芯城的网站。**由于我们位处海外，我们当时曾请求位于国内的朋友协助确认能否浏览科通芯城的网站，而所有人的答案均为无法浏览。

而且，正如我们在第一份报告中所指出，科通芯城网站的管理员对基本网页设置都欠缺认识。我们认为当时碰巧需要进行“统一的 SSL 加密及加速内容分发网络(CDN)”的机会实在微乎其微。

除了上述问题外，我们希望管理层能够充分回应以下我们曾在第一份报告提出的问题：

为何我们无法在科通芯城网站上找到最新的 IC 产品，例如 iNAND 系列，而其他平台均能提供产品详情？

为何科通芯城除了不断重复硬蛋的简介外，完全没有反驳我们对硬蛋网的指控，特别是有关硬蛋供应链的部分？硬蛋所谓的人民币 51.85 亿元的总商品交易额到底从何而来？为何披露的项目数量与网页上的项目数量有如此重大差异？

¹ 资料来源：www.stcn.com/2017/0523/13373671.shtml

² 资料来源：www.sohu.com/a/143652239_121033

³ 资料来源：www.sohu.com/a/142740462_119038

⁴ 资料来源：www.zhitongcaijing.com/content/detail/58859.html

⁵ 资料来源：www2.hkej.com/instantnews/china/article/1570128

⁶ 资料来源：www.zhitongcaijing.com/content/detail/58859.html

二、工商档案与披露数字的重大差异

虽然康先生多次告诉传媒我们的工商数字并不准确和来源并不可靠，但我们发现科通芯城的澄清公告并没有对我们工商档案的数字作任何反驳，而是声称差异是来自香港的收入，及于 2014 年至 2016 间中国内地的收入其实只占 4%至 8%的总收入。我们对这个反驳已经有充分的准备，并已在我们首次覆盖报告中指出，为何一个针对中小企客户的在线平台有如此低的内地收占比是不合理的。但是，科通芯城并没有回答我们相关的分析，所以我们唯有在这里重复：

为了减少进口的行政成本，一大部份的真正中小型客户也会倾向在中国内地完成交易。而对于蓝筹客户，因为他们有能力成立境外公司，所以他们倾向以香港公司作交收以节省税务开支。为了解收入的分布，我们再次重申云汉芯城（一家真正专注中小型客户的线上平台，科通芯城的可比公司）有超过 60%的交易在中国完成，绝非如科通芯城一般只有个位数字。

图表 12：云汉芯城收入比例

	2013	2014	2015
云汉芯城公开销售额（人民币百万元）	57	173	500
云汉芯城工商申报总销售额（人民币百万元）	57	144 ⁷	328 ⁸
中国境内销售占比	100%	83%	66%

资料来源：云汉芯城网站及相关工商档案

在我们发布对科通芯城的首次覆盖报告前，我们已预料到公司会以极大量的收入来自香港作辩解理由。为了进一步验证该比例的合理性，我们已提前调取一家没有网上平台的传统线下 IC 分销商—时捷集团（港股上市代码：1184）旗下中国子公司的工商申报档案。如我们所料，由于时捷集团专注服务蓝筹客户及其线下业务，所以绝大部份的销售也是来自境外。

图表 13：时捷集团收入比例

	2015
时捷集团售予中国客户的销售额（人民币百万元）	7,143
时捷集团工商申报总销售额（人民币百万元）	283 ⁹
中国境内销售占比	4%

资料来源：时捷集团年报及相关工商档案

上述的比较显而易见地点出了一家专注中小型客户的线上分销商（云汉芯城）与一家专注蓝筹客户的线下分销商（时捷集团）在收入比例上应有的差异。基于科通芯城在澄清公告中披露的收入比例，其商业模式毫无疑问地更接近时捷集团，与云汉芯城等注中小型客户的线上分销商差天共地。我们非常质疑科通芯城收入中的中小型客户的真实性。

科通芯城：全中国最大的 B2G IC 电商平台

但根据科通芯城的年报，中小型客户却占据了科通芯城超过六成的收入，更是近年公司业绩大幅增长的主要因素。结合我们以上分析，我们发现这些在线中小企客户的行为非常可疑，以下是他们特质的总结：

- 他们倾向在香港结算并把产品入口回内地，而不是直接在内地购买来节省行政成本
- 他们认为一个从不更新、时常无法浏览、设计恶劣的“一站式平台”Cogobuy.com 非常吸引，是他们选择科通芯城的主要因素
- 即使购买 IC 产品大多为大额交易，但他们也倾向利用一个设计简陋的微信户口下订单，于微信中输入冗长的产品号码
- 他们差不多是隐形的，于在线平台及手机平台是不留任何痕迹的
- 他们的数目在急速增加，对科通芯城的收入贡献年年增长，但却对现金流没有任何贡献
- 此现象为科通芯城独有，在其他 B2B 平台完全没有同类现象

对我们而言，这些隐形中小企的怪异行为犹如鬼魂，而非像真实客户。科通芯城一直指责质疑其业绩的人不理解其独特的商业模式，我们认为科通芯城的商业模式已经远超同行的 B2B 模式，并开发了其独特的 B2G(“Business-to-Ghost”) 商业模式。我们承认对这种崭新的商业模式确实不能理解，或许可能只有康先生才有能力理解和经营这个全中国最大的 B2G IC 电商平台。

根据公司披露的最保守估值

根据我们上述确实的证据，科通芯城的在线业务是显而易见地不存在的。商业模式的不同无可避免地将引致估值水平的重大差异。当科通芯城凭着连年自我包装为“线上分销商”而享受着高估值的同时，传统的线下分销商并不能享有如此高的估值水平。时捷集团目前经调整¹⁰后 2016 年市盈率仅为约 7.9 倍。即使你相信科通芯城的收入及净利润并无造假（当然我们并不相信），科通芯城每股也只价值 2.90 港元，与停牌前股价每股 7.80 港元尚有至少 63% 的下跌空间。

图表 14：假设科通芯城的收入及净利润并无造假的估值水平

科通芯城 2016 年归母净利润（人民币百万元）	479
市盈率	7.9x
科通芯城市值（人民币百万元）	3,784
每股价格（人民币）	2.55
每股价格（港元）	2.90

但是，我们在这里重申 (i) 我们认为公司声称的在线中小企客户（超过 60% 的收入占比）并不存在，及(ii) 因为科通芯城的高利润率主要来自其中小企客户，大部份的利润也是虚增的。所以，我们维持我们于首次覆盖中每股 0.53 股元的估值水平。

⁷ 1.29 亿元人民币来自上海云汉电子有限公司（云汉芯城于中国的主要营运子公司）及 1,500 万元人民币来自上海守芯电子科技有限公司（上海云汉电子有限公司之子公司）

⁸ 2.89 亿元人民币来自上海云汉电子有限公司（云汉芯城于中国的主要营运子公司）、3,700 万元人民币来自上海守芯电子科技有限公司（上海云汉电子有限公司之子公司）及 200 万元人民币来自深圳市汉云电子有限公司（上海云汉电子有限公司之子公司）

⁹ 全部收入均来自时捷电子科技(深圳)有限公司

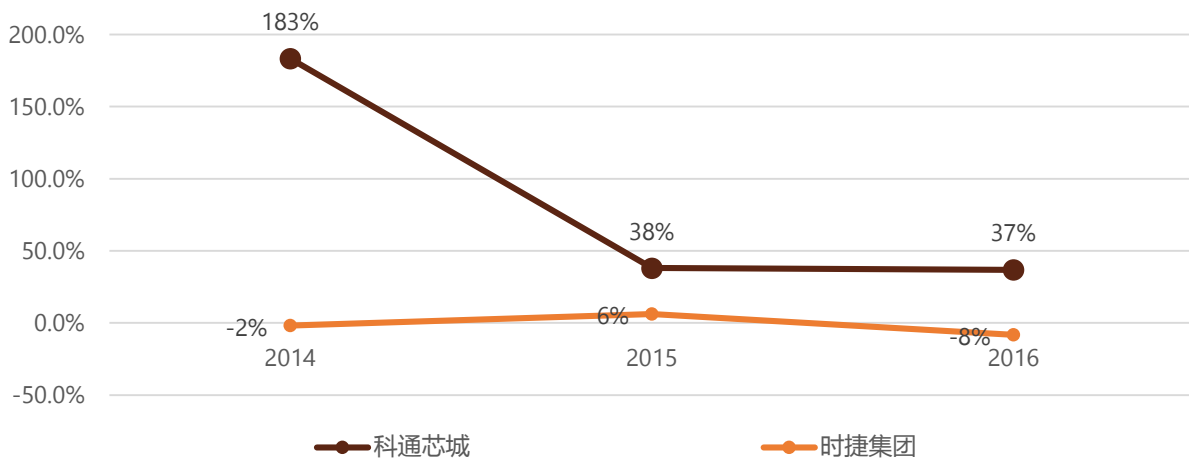
¹⁰ 经调整净利润剔除“投资物业之公平值增加净额”及“其他收益及亏损”的影响

三、表现远超行业，同行望尘莫及的科通芯城

正如我们在上一份报告所提及，科通芯城经常以其线上平台和中小企客户的发展作为快速增长的收入及净利润的解释。但我们在上述已证实其所谓的在线平台（Cogobuy.com 及 Ingdan.com）和手机平台根本是一个虚增估值的包装，及公司客户和供货商强调大部份或全部交易来自线下交易，我们认为这基本推翻过去数年间所有在年报上提及的增长原因。

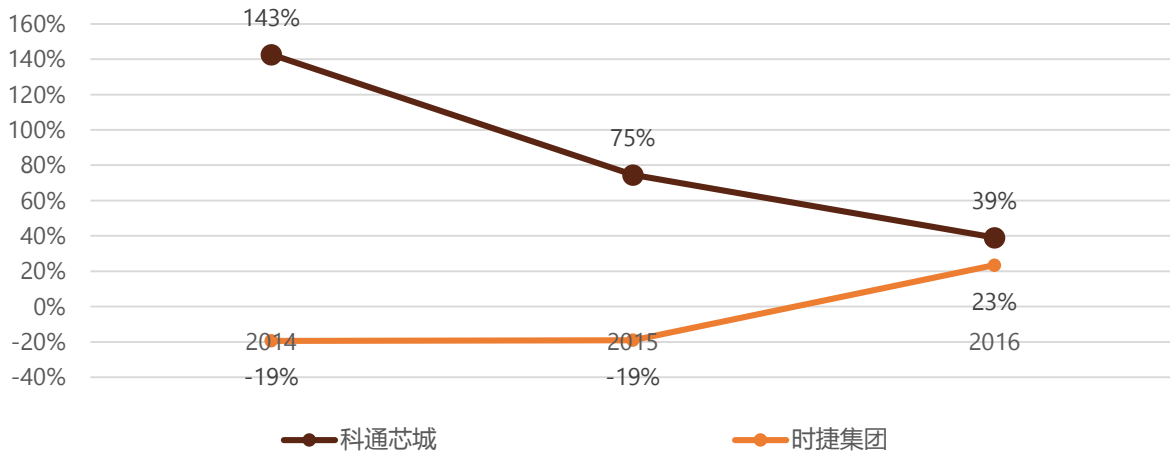
若不存在一个能有效吸引中小型客户的线上平台，科通芯城根本无法在过去数年间飞速增长，将科通芯城及时捷集团的增长率作一简单对比便能有效检视科通芯城增长故事的可信性。

图表15：科通芯城及时捷集团的收入增长率



资料来源：各公司年报

图表16：科通芯城及时捷集团的经调整净利润增长率



资料来源：各公司年报

注：时捷集团净利润经调整以剔除“投资物业之公平值增加净额”及“其他收益及亏损”的影响

综合上述图表，读者们应能轻易地注意到科通芯城的收入及净利润增长率均远较时捷集团为高。当两家公司均为专注蓝筹客户的线下分销商时（两者极为类似的收入比例为最佳证明），如同时捷集团一般相对稳健平和的增长率绝对较为合理。在如线下分销商这种传统行业中，并无任何理由支撑科通芯城录得如此惊人的增长率。我们认为科通芯城的高增长大多是虚假的。

四、消失的十九亿人民币

在我们的首次覆盖报告中，我们计算得出公司的净利润和调整后的现金流有接近 19 亿元人民币的差异。公司在澄清公告的首个回复是：

“该报告写的很多数据和本公司公布的数据不符。”

但之后再也没有说明该等数据不符的地方。然后，公司突然列出一个“经营活动所产生非一般公认会计准则净现金”的数字，并说明该数字为 2.854 亿元人民币，与审计报告上的经营活动所用现金净额有 8.549 亿元人民币的差异。我们不解为何公司虽然多番强调审计报告的作用，但反而不采用经审计的数字，而采用一个未经审计的“非一般公认会计准则”数字，令人怀疑。相反的是，我们所有的数据也是来自公司的审计报告，数据来源“乃根据适用香港财务报告准则编制”。其后，公司在澄清公告中重述其现金流量表，但我们认为这是没有意义的，因为该现金流量表已经在年报中列明，其也是我们计算有关数据的根据。在逐一回答公司的回复前，**我们在此提醒公司及 KPMG 请在澄清公告给予一个专业的回复，而不是放置一些没有意义的信息。**

(a) 该报告写的很多数据和本公司公布的数据不符

虽然我们已经在首次覆盖的报告中清楚列明我们的计算方式，但是公司看来并不明白这简单的计算。我们在这里唯有一步一步地把我们的计算向公司解释，以让公司能理解其自身的财务报表。我们下列的所有数字也是来自公司的审计报告：

图表 17：经调整的经营活所用现净额与净利润的差额计算（人民币千元）

	经营活动所用 现金净额 (A)	应收关 联方款项 的改变 (B)	应付关联 方款项的 改变 (C)	用于供应 链融资 业务的银 行贷款的 改变 (D)	向第三方 提供 之贷款的 改变 (E)	调整后的经 营活所用 现金净额 (F)	净利润 (G)	差额 (H)
2016	-569,525	0	0	421,413	-522,992	-467,946	509,607	977,553
2015	349,671	0	0	538,268	-68,125	-120,472	366,481	486,953
2014	231,868	101,553	0	260,405	-208,629	78,539	209,970	131,431
2013	-26,269	-96,682	54,665	0	0	15,748	86,565	70,817
2012	-406,369	-624	-333,303	0	0	-72,442	33,813	106,255
2011	-56,335	0	42,766	0	0	-99,101	26,824	125,925
总计	-476,959	4,247	-235,872	1,220,086	-799,746	-665,674	1,233,260	1,898,934

资料来源：科通芯城年报及招股书

我们会在以下部份详细说明以上的计算。如果你有基本的会计知识，我们建议你略过这部份，因为这部份比较沉闷。我们会以 2016 年作为例子，解释我们的计算，2016 年公司的现金流量表亦可在澄清公告中找到。

- 1) 经营活动所用现金净额为负 569,525,000 元人民币，乃直接来自公司的现金流量表，该项目全称为“经营活动所用现金净额”，并可在澄清公告中的第八页找到
- 2) 其后调整应收和应付关联方款项的改变，因为其与实际营运无关。例如公司大股东可以以关联方款项借给上市公司来增加现金流，但这与实际营运无关。2016 年两者的数额没有任何改变，所以不需任何调整
- 3) 我们其后把所有与供应链融资业务有关的现金流减去，其包括用于供应链融资业务的银行贷款及向第三方提供之贷款。两者也可以在澄清公告中的第八页找到。于供应链融资业务，公司向第三方提供贷款，从而导致向第三方提供之贷款上升(现金流出)，而同时公司向银行贷款来提供有关贷款的资金，从而使用于供应链融资业务的银行贷款上升(现金流入)。把该两项事项调整后便可以把供应链融资业务的有关现金流影响去除
- 4) 调整后的经营活动所用现金净额是把第一栏的经营活动所用现金净额减去第二到第五栏，即 $(F) = (A) - (B) - (C) - (D) - (E)$ 。公司 2016 年的净利润可在 2016 年报的第 67 页中的“综合全面收益表”找到。差额(H)便是(G)-(F)

我们希望以上的步骤能足够清晰，让科通芯城管理层理解其自身的审计报告。我们再次强调以上所有数字也是来自审计报告，并希望管理层在作出无理指控前能充份解释“该报告写的很多数据和本公司公布的数据不符”的地方。

(b) 神秘的“经营活动所产生非一般公认会计准则净现金”

科通芯城其后提出一个神秘的“经营活动所产生非一般公认会计准则净现金”，而该数字是没有审计过的。于是轻轻一笔，公司便变出了 8.549 亿元人民币的现金流：

“该差异人民币 854.9 百万元乃为我们的供应链融资业务（现称为引力金服）向第三方提供的贷款，于截至 2016 年 12 月 31 日止年度，该金额以本公司自有资金提供。”

于经审计的现金流量表，我们清楚看到于 2016 年“向第三方提供之贷款增加”仅为 522,992,000 元人民币。我们不知道该 8.549 亿元人民币的根据，也不知该数字是否经过审计。但我们只能猜测其中的 331,887,000 元人民币的差额是包括在贸易及其他应收款项的增加。即使我们相信确实有如此大的“向第三方提供之贷款”（我们会在接下来说明为何这是可能性不大的），我们也发现公司没有把使用于供应链融资业务的银行贷款的上升（421,413,000 元人民币）从“经营活动所产生非一般公认会计准则净现金”减去。由于“经营活动所产生非一般公认会计准则净现金”理应代表的是公司的经营现金流除去供应链融资业务的影响，为何供应链融资业务的银行贷款的上升不用减去？这明显是科通芯城管理层的会计伎俩来误导投资者。如果减去相关使用于供应链融资业务的银行贷款的上升后，我们又看到公司负数的现金流。我们在此希望管理层用回审计报告上的数字，而不是利用可疑的调整来得出一个非一般公认会计准则数字。我们也

在此提出。我们所计算的调整后的经营活动所用现金净额是基于审计报告，并把供应链融资业务对现金流的影响去除。

(c) 0.14%利息的供应链融资业务

我们并不认为 8.549 亿元人民币的 " 向第三方提供之贷款 " 增加是合理的。我们认为管理层将某些应受帐款分类为向第三方提供之贷款，从而使该非一般公认会计准则数字看来可观。如果你留意科通芯城的供应链融资利息收入，便会发现该数字于 2016 年有 1,206,000 元的人民币增长（澄清公告的第三页）。**所以科通芯城的说法便是，8.549 亿元人民币的 " 向第三方提供之贷款 " 增加为公司带来了人民币 120.6 万元的利息增长，相应的利率约为 0.14%。我们非常怀疑这些所谓的 " 向第三方提供之贷款 " 的真实性。**

五、神秘的股份回购：最大的股份回购中三分二的股份来自两个户口

我们在此重申我们的发现及指控均基于部分股票在中央结算及交收系统上可疑的变动推论所得，而绝非公司澄清公告上所指的“毫无支持理由且全无事实根据可言”。

诚然，我们不具有要求券商透露投资者 X 真正身份的权力，但我们相信香港证监会已就公司可疑的股份回购计划开展调查。若果真正存在任何内幕交易或操纵市场行为，我们有信心香港证监会将采取法律行动。

最后，我们希望藉此机会提醒公司，股东投票支持通过股份回购计划是授权公司在公开市场上向真正的投资者进行回购，而非授权公司向康先生的友好账户进行回购，并无任何投资者曾投票支持公司单独大量向投资者 X（我们相信为康先生的友好账户）进行股份回购。

六、Cogo Group 不堪入目的美国上市历史

我们在首次覆盖报告中详细地讲述了 Cogo Group 在美国上市臭名远播的历史，然而，澄清公告中并无任何对我们提出的问题有意义的回复，而仅仅是重复招股书中已有的内容。可是，当传媒问到康先生有关 Cogo Group 的事宜时，康先生自称以吸引的价钱从 Cogo Group 收购资产以保护投资者（可惜相关款项从来没有通过派息真正惠及股东），他亦指这是“对市场的选择”¹¹。我们不打算在这里重复对 Cogo Group 的评价，读者可以通过重温我们的首次覆盖报告以理解康先生在过去如何“保护”Cogo Group 的投资者。我们相信他会如同过往“保护”Cogo Group 的投资者一样“保护”现在科通芯城的投资者。

然而，我们尚有一宗可疑的交易并未在首次覆盖报告中提及，该宗收购是 Cogo Group 于 2015 年 5 月 12 日公告计划出售其接近所有资产，是项交易在 2015 年 6 月 17 日完成，康先生随即于 2015 年 6 月 30 日将他所有持股出售。

2015 年 5 月 12 日，Cogo Group 公告计划以 7,000 万美元（此笔款项从来没有以任何形式回馈股东）将接近所有剩余资产出售予 Blueberry Capital Limited。除了其 BVI 注册地址外，相关公告完全未有提及 Blueberry Capital Limited 的身份，Blueberry Capital 亦并未披露其与 Cogo Group 存在任何关系。可是，我们发现 Blueberry Capital 联络地址为香港皇后大道中 183 号新纪元广场中远大厦 10 楼。

图表 18 : Blueberry Capital Limited 联络地址

Blueberry Capital Limited

香港皇后大道中 183 号新纪元广场中远大厦 10 楼

Correspondence Address: 10th Floor, Cosco Tower, Grand Millennium Plaza, 183 Queen's Road Central, Hong Kong

Attention: Director

Email address: To be incorporated by reference

资料来源：Cogo Group 2015 年 5 月 12 日的公告

经进一步查证后，我们发现该处为一家名为柏莱会计师事务所有限公司的香港会计事务所的地址。非常巧合地，柏莱会计师事务所有限公司同时亦是科通芯城旗下香港注册公司的法定核数师。

图表 19 : 柏莱会计师事务所有限公司地址



资料来源：柏莱会计师事务所网页

图表 20：科通芯城子公司之法定核数师

32 附属公司

於有關期間組成 貴集團的公司的須予審核法定財務報表已按照香港會計師公會頒佈的香港財務報告準則或中國財政部頒佈的中國公認會計準則編製。有關期間的財務報表已由下列各法定核數師審核：

公司名稱	財政期間	法定核數師
科通通信技術(深圳)有限公司.....	截至2012年12月31日止年度	深圳遠東會計師事務所
科通軟件技術(深圳)有限公司.....	截至2012年12月31日止年度	深圳遠東會計師事務所
科通工業技術(深圳)有限公司.....	截至2012年及2013年12月31日止年度	深圳遠東會計師事務所
科通國際(香港)有限公司..	截至2012年12月31日止年度	柏萊會計師事務所有限公司
Hong Kong JJT Limited	截至2012年12月31日止年度	柏萊會計師事務所有限公司
科通數字(香港)有限公司..	截至2012年12月31日止年度	柏萊會計師事務所有限公司
科通數字技術(深圳)有限公司.....	截至2012年及2013年12月31日止年度	深圳遠東會計師事務所
曼誠技術(香港)有限公司..	截至2012年12月31日止年度	柏萊會計師事務所有限公司
上海科姆特電子技術有限公司.....	截至2012年及2013年12月31日止年度	深圳遠東會計師事務所
上海憶特斯自動化控制技術有限公司.....	截至2012年及2013年12月31日止年度	深圳遠東會計師事務所
科通寬帶有限公司.....	截至2012年12月31日止年度	柏萊會計師事務所有限公司
Cogobuy Limited	截至2012年12月31日止年度	柏萊會計師事務所有限公司

资料来源：科通芯城招股书，第 IA-78 页

Blueberry Capital 与科通芯城的另一层联系为作为科通芯城上市时 3 名基石投资者之一。在港股市场上，基石投资者一般被用作吸引更多投资者认购，因此公司均乐意公开基石投资者的身份以增强公众信心。相似地，科通芯城当时亦在招股书中披露另外两家基石投资者的背景—香港慧聪国际集团有限公司为慧聪网（港股上市代码：2280）的全资附属公司及 Unique Golden Limited 为神州数码（港股上市代码：861）的全资附属公司。可是，科通芯城只对 Blueberry Capital 的股权架构及实益持有人的身份只字不提。

Blueberry Capital 是否一个毫无关联的独立第三方？我们非常怀疑。我们相信 Cogo Group 最后一次出售资产只是又一宗明显的关联交易，以剥夺 Cogo Group 仅余的资产为目标。Cogo Group 的投资者在是次出售后只剩一纸无用的股票，而这就是康先生独有“保护”投资者的风格。

¹¹ 资料来源：<https://www.leiphone.com/news/201705/Qvdr852DkqijswJc.html>

七、一个保底但仍没有产业投资者问津的配售

正如公司在澄清公告中指出，公司于 2016 年 9 月 1 日与配售代理就「按尽力基准」配售最多合共 270,466,900 股新配售股份订立配售协议。

在香港国际证券、建银国际及农银国际共同尽力二十多天后，即使是次配售有康先生提供的补偿安排（简而言之除非康先生在未来破产，否则投资者不会录得任何亏损），依然仅有原订 270,466,900 股新配售股份的 60%新股获认购。我们实在无法从如此市场反应中看出任何正面或备受追捧的迹象。

由于康先生已个人提供补偿安排，我们需要指出相关配售价格为溢价或折让并无重大意义。当投资者真正面临亏损的风险时，配售价格方才具有参考意义，而这显然并非是次配售的情况。

免责声明

倘若我们的报告的英文版本与中文译本有任何不符之处，概以英文版本为准。我们的中文版报告是由外部人员为我们翻译，我们对研究报告的中文版本的内容概不负责。

This document is for distribution only as may be permitted by law. It is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation or would subject Blazing Research to any registration or licensing requirement within such jurisdiction. It is published solely for information purposes; it is not an advertisement nor is it a solicitation or an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy. No representation or warranty, either expressed or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained in this document ("the Information"). The Information is not intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the document. Blazing Research does not undertake to update or keep current the Information. Any opinions expressed in this document may change without notice. Any statements contained in this report attributed to a third party represent Blazing Research's interpretation of the data, and such use and interpretation have not been reviewed by the third party.

Nothing in this document constitutes a representation that any investment strategy or recommendation is suitable or appropriate to an investor's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation. Investments involve risks, and investors should exercise prudence and their own judgement in making their investment decisions. The financial instruments described in the document may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky.

The value of any investment or income may go down as well as up, and investors may not get back the full (or any) amount invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Neither Blazing Research nor any of its employees or agents accepts any liability for any loss (including investment loss) or damage arising out of the use of all or any of the Information.

You should also assume that as of the publication date of this document, Blazing Research may have an investment position in the stocks (and/or options, swaps, and other derivatives related to the stock) and bonds covered therein (either long or short depending on Blazing Research's investment opinion), and therefore stands to realize significant gains in the event that the price of changes in conjunction with Blazing Research's investment opinion. Blazing Research may continue transacting in the securities of issuers covered on in this document for an indefinite period after the publication date of this document, and Blazing Research may be long, short, or neutral at any time hereafter regardless of the initial investment opinion stated in this document.

Any prices stated in this document are for information purposes only. There is no representation that any transaction can or could have been effected at those prices.

This document and the Information are provided to you solely for general background information. Blazing Research has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient. In no circumstances may this document or any of the Information be used for any of the following purposes:

- (i) valuation or accounting purposes;
- (ii) to determine the amounts due or payable, the price or the value of any financial instrument or financial contract; or
- (iii) to measure the performance of any financial instrument.

By receiving this document and the Information you will be deemed to represent and warrant to Blazing Research that you will not use this document or any of the Information for any of the above purposes or otherwise rely upon this document or any of the Information.

Research will initiate, update and cease coverage solely at the discretion of Blazing Research, which will also have sole discretion on the timing and frequency of any published research product. The analysis contained in this document is based on numerous assumptions which may not be necessarily realistic.