

## 保千里债务违约事件点评

工商企业评级三部 陈思阳

2017年12月2日，江苏保千里视像科技集团股份有限公司（简称：“保千里”或“公司”）公告称其发行的江苏保千里视像科技集团股份有限公司2016年非公开发行公司债券（简称“16千里01”或“本期债券”）第一次付息日为2017年11月30日，因公司目前现金流短缺等原因，无法按时、足额筹集资金用于偿付本期债券的应付利息，构成对本期债券的违约。同时，公司还公告称部分银行贷款未能如期偿还或续贷，到期承兑汇票未能按时兑付，截至2017年12月1日，公司及下属子公司到期未清偿债务总额约4.55亿元（包括16千里01应付利息0.72亿元），占公司2016年末经审计净资产的10.39%。公司给出的债务违约理由是“由于公司近年来在原控股股东及实际控制人、原法定代表人及原董事长庄敏主导下过度投资，且公司及下属公司部分资金被银行冻结、提前还款，到期贷款难以续贷，公司出现流动性风险和经营风险，致使部分银行贷款未能如期偿还或续贷，到期承兑汇票未能按期兑付。”

16千里01发行规模为12亿元，债券期限为3年，票面利率6.00%，偿还方式为每年付息一次，到期一次性还本。16千里01的评级机构为联合信用评级有限公司（简称“联合信用”）和鹏元资信评估有限公司（简称“鹏元资信”）。联合信用在本期债券发行时给予保千里主体信用级别AA-，评级展望为稳定，并在2017年6月16日调高保千里主体级别至AA级，评级展望为稳定。在保千里债务违约风险暴露后，联合信用将保千里主体级别下调至BBB级，评级展望为负面，并在2017年11月29日进一步下调至CC，评级展望维持负面。鹏元资信在本期债券发行时给予保千里主体信用级别AA，评级展望为稳定，2017年6月15日维持保千里主体信用级别AA，评级展望下调至负面，2017年11月14日下调保千里主体信用级别至BBB级，评级展望维持负面。

### 主业经营情况良好，有别于一般违约的发行人

保千里前身于1997年上市的江苏中达新材料集团股份有限公司（简称“中达股份”，股票代码600074）。2015年2月17日，经中国证券监督管理委员会《关于核准江苏中达新材料集团股份有限公司重大资产重组及向庄敏等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2015]291号）文件核准，中达股份进行了重大资产重组，将原有资产、负债和业务出售给原控股股东申达集团有限公司，并向庄敏、日昇创沅、陈海昌、庄明、蒋俊杰发行股份共计13.60亿股，购买深圳市保千里电子有限公司100%股权，深圳市保千里电子有限公司完成借壳上市，中

达股份实际控制人变更为庄敏，并更名为保千里。保千里主业为视频及图像的采集、分析、显示、传输和处理等，主要下游终端应用行业为汽车行业。

值得注意的是，之前国内债券市场中出现违约企业多分布于煤炭、钢铁、有色金属等产能过剩行业，受到经济转型升级和国家淘汰落后产能政策等因素影响加大，加之自身经营不善而出现违约。而保千里所处的信息科技行业属于国家政策鼓励支持的新兴行业，行业发展态势向好，从保千里自身经营情况来看，其收入和盈利能力也是逐年提升的，但其在债券发行后第一次付息就发生违约，较为罕见。自 2015 年完成借壳上市至今，保千里 2015-2016 年及 2017 年前三季度营业收入分别为 16.57 亿元、41.14 亿元和 29.61 亿元，营业利润分别为 3.86 亿元、7.79 亿元和 3.32 亿元，净利润分别为 3.74 亿元、7.99 亿元和 4.08 亿元，账面经营业绩一直处于较好的水平。

### 根本原因：盲目投资导致资金链断裂并终致债务违约

近年来，保千里业务范围大幅拓展，切入智能硬件、人工智能、智能手机、智能机器人、虚拟现实（VR）、在线教育等领域，基本上近两年 A 股市场热点题材保千里均有涉及，仅从公司公告来看，完成借壳上市以来，保千里公告的对外投资金额就达到 22.46 亿元，具体情况如下表：

图表 1. 公司 2015 年以来对外投资项目

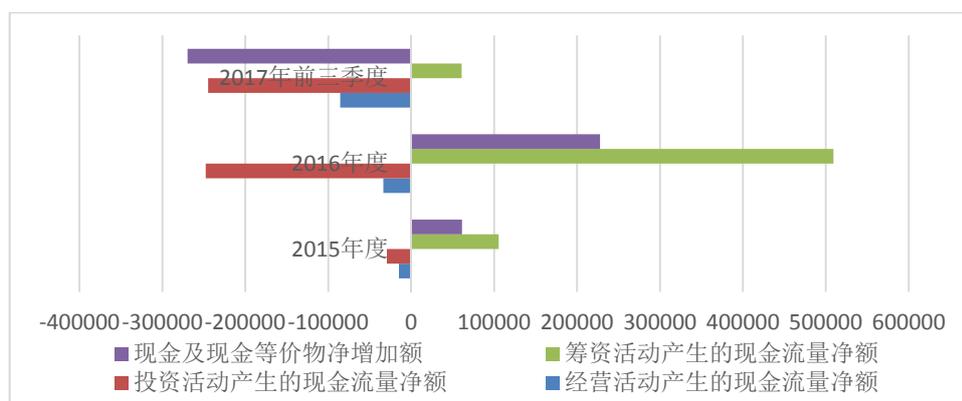
投资标的	投资金额 (万元)	持股比例	资金来源	主要业务
深圳深国融众筹交易股份公司	2000.00	38.61%	自有资金	股权众筹；提供私募股权融资服务等
深圳市岁兰千里产业并购基金合伙企业（有限合伙）	20000.00	19.42%	自有资金	受托管理股权投资基金、受托资产管理、投资管理、股权投资等
柳州延龙汽车有限公司	64000.00	46.00%	自有资金	新能源汽车制造
深圳市岁兰成长智联产业投资企业（有限合伙）	80000.00	26.67%	自有资金	受托资产管理、投资管理、股权投资；受托管理股权投资基金等
深圳千里财富投资并购基金企业（有限合伙）	19600.00	19.60%	自有资金	股权投资基金管理、创业投资业务等
深圳市小豆科技有限公司	39000.00	100.00%	自有资金	在线教育
<b>合计</b>	<b>224600.00</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

注：根据保千里公告内容整理

值得注意的是，以上表格仅包括保千里公告的对外投资内容。根据相关媒体报道，保千里仅 2017 年就分别以 4.30 亿元和 3.85 亿元投资楼通宝和安威科两家企业，以及其他对外投资约 20 亿元，这些投资直到 2017 年 11 月 15 日因债务危机爆发，保千里才进行详细披露。因此保千里近两年对外投资金额应远大于上表

所示。同时，保千里高溢价投资的柳州延龙汽车有限公司和深圳市小豆科技有限公司，不但形成了大额商誉，同时对其收入和利润的贡献也不明显。而大额对外投资带来的是债务规模尤其是刚性债务规模的明显扩张和管理整合难度的增加。2015-2016 年末及 2017 年 9 月末，保千里负债总额分别为 12.17 亿元、47.43 亿元和 53.00 亿元，其中刚性债务<sup>1</sup>分别为 4.17 亿元、37.56 亿元和 44.61 亿元，占比分别为 34.26%、79.19%和 84.17%，可见保千里主要依靠外部融资来进行对外投资，存在短债长用的现象，且对刚性债务的依赖度不断上升。这从保千里的现金流量表也可以看出相关端倪。

图表 2. 公司近两年一期现金流量情况



注：根据保千里公告的财务数据绘制

2015-2016 年及 2017 年前三季度，保千里主业发展速度虽然较快，但主业现金回笼情况一直不佳，同期其经营活动产生的现金流量净额分别为-1.48 亿元、-3.36 亿元和-8.56 亿元，同期末其应收账款分别达到 5.52 亿元、11.18 亿元和 24.50 亿元，到了 2017 年前三季度，公司现金回笼情况已明显出现问题，绝大部分的营业收入并未转化为现金流流入公司。在此情况下，保千里仍保持了很大的对外投资力度，2015-2016 年及 2017 年前三季度其投资活动产生的现金流量净额分别为-2.94 亿元、-24.78 亿元和-24.50 亿元。为了弥补流动资金缺口，保千里除银行信贷和发行债券外，还在 2016 年完成了非公开发行股票事项，净募集资金 19.59 亿元，2015-2016 年及 2017 年前三季度其筹资活动产生的现金流量净额分别为 10.54 亿元、50.91 亿元和 6.10 亿元，而现金及现金等价物净增加额分别为 6.13 亿元、22.78 亿元和-26.98 亿元，2017 年前三季度在公司外部融资难以进一步拓宽、相关融资渠道收窄的情况下，其资金链出现断裂，最终出现债务违约。

**触发因素：借壳上市造假/虚假估值时间因素导致公司资产及实控人股权被冻结，加速了资金链的断裂**

<sup>1</sup> 本文中刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付债券。

保千里于 2016 年 12 月 27 日因涉嫌信息披露违法违规收到中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）《调查通知书》（编号：沪证专调查字 2016902 号），2017 年 7 月 11 日，证监会宣布调查结果，庄敏及其一致行动人陈海昌、庄明和蒋俊杰在保千里借壳上市的过程中，涉嫌向评估机构提供了 4 份虚假协议和含有虚假附件的 5 份协议，致使深圳市保千里电子有限公司评估值虚增 2.73 亿元，损害了被收购公司中达股份及其股东的合法权益。

在发现保千里资金链存在问题后，2017 年 9 月以来，汇丰银行深圳分行、平安银行深圳分行和民生银行深圳分行申请冻结了公司部分房产和资金，根据保千里 2017 年 10 月 13 日公告称，合计冻结金额为 1.75 亿元。2017 年 10 月 17 日，公司控股股东庄敏所持所有公司股权被广东省高级人民法院司法冻结。受此影响，公司融资渠道进一步受限，加速了公司资金链断裂速度，最终导致公司债务违约。

### 保千里债务违约事件思考

保千里发生债务违约，其根本原因在于企业大规模债务融资并盲目扩张、盲目对外投资。根据已披露的信息，保千里主业经营活动未表现出明显恶化迹象甚至保持良好的发展趋势（但实际上收入和盈利增长所对应的是应收账款等占款的快速上升）。保千里发生债务违约的直接触发因素是实际控制人在保千里借壳上市时造假事件。这也从另一方面反映了实际控制人个人素质和风格对企业经营发展的影响。根据网易“清流”工作室《保千里涉嫌隐瞒客户近亲背景，巨额投资流向个人》文章报道，庄敏涉嫌将保千里巨额资金通过对外投资的方式流向其亲属等关联方。在保千里出现债务违约风险后，庄敏选择将其所持公司 6.09 亿股股份对应的表决权、提名权、提案权不可撤销地授予周培钦，而不是积极应对解决风险事件。

从财务分析的角度上看，保千里资金链紧张的问题从其 2017 年一季报就开始显现，因此在信用风险分析中，除关注发行人的主业经营情况和效益、资产负债结构外，更要关注发行人的现金流状况并配合相关应收款项进行分析，关注发行人的收入实现质量，因为只有现金流入，发行人才有偿还债务的资金来源。除现金流外，还应关注发行人的债务结构、债务性质等变化情况，了解发行人资产受限和融资渠道受限情况，这往往是财务风险事件爆发的导火索。同时，也应警惕假借对外投资名义转移资金的行为，对发行人的对外投资，应关注被投资对象的背景和实际资金流向。

从行业角度看，由于我国信息科技行业发展时间较短，目前国内信息科技行业企业平均规模总体偏小，为快速扩大业务规模，众多信息科技行业上市公司选择不断进行对外并购或对外投资，甚至有不少“蹭热点”或“跨界”的并购，这些都增加了企业的流动性压力和管理整合压力，而且信息科技行业是一个快速发展、技术更替迅速的行业，这也对并购和投资发起方的战略判断能力提出更高挑战，以免“一着不慎，满盘皆输”。