

造假合約借殼上市與高溢價併購：保千里

（本文節錄自「貨幣觀測與信用評等」第129期，2018/1出刊）

高妮璋

保千里案（600074），兼有利歐股份¹與中毅達²之手法：以灌水資產借殼上市，再持續併購累積鉅額商譽。

江蘇中達新材料股份有限公司（簡稱中達材料，於2014/5之前簡稱*ST中達）營運不佳，2007年借款逾期，2013/4法院裁定重組，2014/1公司股票被司法劃轉（法拍）完成重整計劃後，2014/2開始進行重大資產重組：置出原資產、置入莊敏所持有的保千里電子有限公司，莊敏成為實際控制人，主業變更為汽車電子影像系統製造，於2015/3/12完成重組交易。

保千里：集大成

證監會於2016/12立案調查，2017/8結案³。查出保千里以假資料供資產評估機構鑑定「深圳市保千里電子有限公司（簡稱深圳市保千里電子）」的價值⁴，因而高估公司上市價值，讓中達股份向莊敏等人多發行12,895.75萬張股票，嚴重損及賣殼公司中達材料的股東利益⁵。

2016/12證監會
調查 2015 年借
殼
銷售合約造假
→動機：取得更
多上市股票

其作假手法如下：2014年保千里電子招募幾十名有汽車前裝廠業務經驗的業務員，推廣汽車夜視主動安全系統。保千里共與各家車廠合作方簽署了28份合作意向書，其中9份協議造假。資產評估機構對保千里電子估值28.83億元，其中2.7億元來自那9份假協議，占9.48%。

除此之外，下列狀況與利歐股份極相似，上市後的獲利的真實性，也值得注意：

◆ 該公司2015年～2016年累積獲利接近12億元，但控股股東持股高設質。實際控制人莊敏從2015/4開始將股票質押給券商。十大股東持股設質比從

¹ 參看情境3：轉型—併購。

² 參看情境2：借殼—反向併購。

³ 本案的作假，雖由證監會調查發現，但略不同於利歐股份及中毅達，在證監會調查前，就常收到證監會/滬深交易所的關注問詢，但保千里僅在2016/3收過上交所的問詢函。

⁴ 基準日2014/3/31，深圳市保千里電子帳面淨值僅2億元，但採收益法評估價值高達28.8億，增值26.2億。

⁵ 2017/9公司以實際控制人莊敏等人損及公司權益提起訴訟。虛假資訊問題引發匯豐銀行及平安銀行抽貸並凍結公司存款及房地產，累計到2017/10共1.75億元資金凍結。

2015~2016 財報
可能作假

動機：
股東質押股票
股權激勵計劃

手法：高溢價併
購

- 2015年中47%，到年底就大增到82%⁶，2017年中更高達89%。實際控制人莊敏及其一致行動人於2017年中持股設質98%。
- 高設質，部分可能是支應保千里的定向募資。
- ◆ 實施股權激勵計劃：強化美化業績之動機
- 此外，2015/6及2015/11公司公告進行兩次股權激勵計劃，各於2015/7授予23名高管1,000萬股限制性股票及於2015/12授予102名高管3,985萬股限制性股票，當公司獲利達到標準⁷，可在授予日後1~3年內行權⁸。
- ◆ 常採定向募資，且高溢價併購
- 2016/7公司定向增發募資20億，實際控制人莊敏投資2億，5家基金管理公司注資18億元。2016/12再非公開發行12億元公司債，本案募資人不明。2016年公司利用募得的32億資金大舉併購，總資產由2015年底27億大增到2017年中的104億，其中商譽更大增24億。如表一所列。

表一、2016年~2017年保千里現金收購案

單位：人民幣億元

投資時間	公司	現金	商譽
2016/10	深圳市小豆科技有限公司 簡稱：深圳小豆	3.9	3.1
2016/12	柳州延龍汽車有限公司 51% 簡稱：柳州延龍	7.1	3.8
2016/12	深圳市協創兄弟房車有限公司 100% 簡稱：協創兄弟	1.1	1
2017/05	深圳星常態文化傳媒有限公司 簡稱：常態文化	4.7	4.8
2017/06	深圳市樓通寶實業有限公司 簡稱：樓通寶	4.3	3.5
2017/06	深圳雲峯智慧科技有限公司 簡稱：雲峯智科	4.4	4.3
2017/06	深圳市安威科電子有限公司 簡稱：安威科	3.9	3.7
合計		29.4	24.2

@@後記（2019/9/12）

保千里的狀況與中毅達類似：爛殼引入爛借殼者。但其造假與掏空手段之猛烈卻遠非中毅達可比。

⁶ 第二大股東日昇創沅也於2015/3將2.4億股股票質押給深圳佳銀資產管理公司及華能貴誠信託有限公司。

⁷ 第一年行權條件為2015、2016年、2017年公司淨利潤至少賺2.85億元、3.99億元及4.85億元。

⁸ 2016/10/12及2017/1/3在2015年獲利符合預期下，共188萬股第一次限制性股票及774萬股第二次限制性股票解鎖。

情境 2：借殼—反向併購

2017/11 違約
2017/12 淨值為負

保千里於2017/12/1爆出違約：無法兌付「16千里01債」之利息，構成違約。接著於2017年度的財報中，將所有不實資產全數轉銷，一舉認列79億的資產減損。這導致淨值由2016/12的47億轉為-32億——形式違約；而資產也大減近8成，剩20億。其手法太猛，值得簡單說明：

- ◆ 呆帳損失：34億。包括應收帳款呆帳20億、其他應收款減損14億（含預付款轉入的11億全數提列減損）。

後者確定為實控人莊敏得挪用款，全述打銷。至於應收帳款26億何以提列高達20億之呆帳，則未明言其虛假性。

保千里：
2017年度
提列資產減損79億

- ◆ 長期股權投資損失30億與商譽減損損失8億，全來自高溢價之併購。這須特別解釋一下，前述商譽高達24億，何以在此僅減損8億？主因2017年度的4個收購案，因無法正常營業（常態文化、樓通寶）與未參與營運、缺控制力（雲峰智科、安威科）故未納入合併財報，改列長期股權投資，故商譽剩8億，全數提列減損。

猛掏空。
至少 54 億
= 預付款 11 億
+ 其他應收款 13 億
+ 併購投資 30 億

前述4個未納入合併財報的投資額17億、幾乎全數提列減損。再加上其他聯營企業約13億減損，共提30億。

帳款呆帳 19 億

之所以全數提列減損，主因已確認高溢價之投資款（超過面額部分）絕大多數已被實控人莊敏挪用。

- ◆ 其餘：存貨跌損4億、在建工程減損3億。

參考資料

1. 保千里年到及重大資產重組報告書。
2. 上交所《關於對2015年江蘇保千里視像科技集團股份有限公司年度報告的事後審核意見函》（上證公函【2016】0234號）。
3. 保千里首期限制性股票激勵計畫（草案），2015/7/3。
4. 保千里第二期限制性股票激勵計畫（草案），2015/11/7。