

以虛假資產借殼上市：中毅達

（本文節錄自「貨幣觀測與信用評等」第129期，2018/1出刊）

高妮璋

上海中毅達（600610），於2014年底借殼中國紡織機械（股）公司（簡稱S*ST中紡）而上市。S*ST中紡自1998年起就處於違約狀態（借款逾期），且遲遲未完成股改¹。中毅達即透過重大資產重組，完成股改，並同時借殼。

2015/1
借殼 S*ST 中
紡：
◆ 未達業績承諾
◆ 2015 年營收
誤入、會計師
查帳
↓
監理介入、交易
所關注
↓
市場質疑資產價
值

中毅達完成借殼及股改，是以前控股股東大申集團旗下的子公司「廈門中毅達環境藝術工程有限公司」（簡稱「廈門中毅達」）100%股權，作價8.3億，無償贈與公司，作為對流通股股東之補償²，另加未來獲利之股改承諾：2014年度獲利應達2.6億。2015/1公司更名為上海中毅達。

廈門中毅達成為中毅達的主要資產，中毅達的主業自然由紡織機械變更為園林施工業。2014年順利由虧轉盈，2015/4得以摘除退市風險警示。不過，2014年度之獲利並未達業績承諾，控股股東大申集團需補償公司1.6億元損失及追送全部流通股股東1,081萬股。

一、借殼未達承諾、市場質疑

在業績無法達標下，加上2015年一項收入認列問題³，引發市場開始質疑廈門中毅達之價值：廈門中毅達2013年底總資產及淨值僅1.7億及0.76億元，但2014/3其實際控制人陳國中夫妻將10億元左右的苗木資產注入公司，使資產及淨值各大增到11.4及10億元。如此高額資產，但業績卻極差：

¹ 中國國企改組上市時，會向大眾募資，是為公眾股，占資本25%，可在市場流通買賣，名為「流通股份」；但原有股份不允許買賣，名為「未流通股份」。此制度導致資本市場應有的激勵及制約功能無從發揮，控股的國家股，因無法在市場流通，掏空、占用資金嚴重。為健全中國股市，遂於2005年啟動股權分置改革（簡稱股改），讓未流通股份變成流通股份。慮及大量未流通股份進入市場後，籌碼大增、股價可能大跌，損及原流通股股東之利益，故股改方案，須配上送股、擴股、縮股、送現金等對流通股份之股東的補償方案。

² 對流通股之補償：以資本公積7.1億（來自贈與資產），轉增資為股本，所有股東每10股送20股。控股股東大申集團，再以轉增資後的股本為基礎，對流通股股東以每10股送3.5股作為股改支付對價。

³ 會計師於2015年年報指出2015Q3認列的0.7億工程營收不符合收入認列原則，要求公司Q4迴轉；2016/5上交所要求公司對此解釋。

2017/2證監會進行調查，認為公司將屬於包商的0.7億元業績認作自己的業績，虛增2015Q3業績。

- ◆ 廈門中毅達2014年之前，年營收不過2千萬，且虧損。
- ◆ 2014/7 併入上市公司後，當年僅貢獻0.2億營收及66萬損失。
- ◆ 2015 上半年公司營收僅0.7億元，獲利不過90萬元。

異常：存貨比重

市場質疑至少5~6億元苗木資產是假——拉高廈門中毅達之資產價值，就可降低股改支付對價，虛列動機很強。相對於同業，中毅達8成資產集中在存貨。確實較奇怪，如表一所示。

表一、中毅達與園林工程及道路工程同業之比較

單位：人民幣億元

公司	年度	營收 (億)	資產 (億)	存貨 (億)	存貨 /資產%	產銷組合
600610 中毅達	2014	0.7	11	10	91%	道路施工(87%)、園林綠化(13%)
	2015	0.7	12	10	83%	
	2016	6	19	15	80%	
002310 東方園林	2016	86	240	88	37%	市政園林(37%)、水系治理(22%)、廢物處理(21%)
300197 鐵漢生態	2016	46	114	34	30%	園林綠化工程(78%)、生態修復工程(22%)
002431 棕櫚股份	2016	39	137	57	41%	園林工程(100%)
300237 美晨科技	2016	30	59	25	42%	園林工程(70%)、橡膠製品(30%)
002717 嶺南園林	2016	26	53	13	24%	生態園林(86%)、文化旅遊(14%)
002374 麗鵬股份	2016	17	53	11	20%	園林綠化(66%)、仿偽蓋(34%)
002775 文科園林	2016	15	22	8	37%	園林工程(100%)
300495 美尚生態	2016	11	48	7	15%	生態修復與重構(71%)、地產景觀園林(29%)
000010 美麗生態	2016	11	49	18	37%	園林建設(100%)
603359 東珠景觀	2016	10	24	6	26%	生態濕地(74%)、市政道路綠化(11%)
603717 天域生態	2016	8	15	8	54%	園林生態(93%)、景觀園林設計(7%)
603007 花王股份	2016	5	15	5	31%	旅遊景觀(59%)、道路綠化(37%)
603388 元成股份	2016	5	9	6	64%	地產園林(49.71%)、市政園林(45.54%)
300536 農尚環境	2016	4	8	2	31%	地產園林(50%)、市政園林(49%)
產業平均數		21	58	20	38%	

資料來源：TEJ產銷組合DB。

二、中毅達併購史：灌水資產史

另外，值得注意的是，被中毅達收購的標的，通常在收購前一年資產會爆增。廈門中毅達即是如此，2015年以1.3億元收購江西立成景觀建設有限公司（39%股權）、2016年以1億元收購的福建上河（51%股權），均有此現象。如表二所列，這現象與運動員參賽前施打類固醇，異曲同工。

表二、中毅達2014年～2016年收購股權狀況

單位：人民幣百萬元

併購年	併購公司	被併前財務狀況					業績承諾	
		時間	營收	淨利	資產	淨值	預計	實際
2014年	廈門中毅達 100%股權	2011年	17	0.7	53	16	2015年中毅達 淨利潤2.6億 元	中毅達賺1億元 廈門中毅達虧66萬
		2012年	17	-2	106	14		
		2013年	23	-3	176	76		
		2014Q1	8	-2	1,000	831		
2015年	江西立成 39%股權	2012年	6	-0.1	99	20	2015年賺0.2 億元	129萬
		2013年	24	2	100	21		
		2014年	38	5	419	327		
2016年	福建上河 51%股權	2014年	30	3	81	70	2017/1-2017/4 賺1085.48萬 元	約200萬~600萬 (會計師因遲遲無法取 得供應商審計證據，致 至2017/12仍無法出具 該公司審計報告)
		2015年	30	3	87	73		
		2016H1	12	0.6	187	175		

@@後記（2019/9/12）

爛殼+爛借殼者

中毅達所借的殼，其實是個爛殼。自1998年以來就因借款逾期而落入違約狀態。僅因2014年間進行資產重組，置出與逾期債務相關的業務（由原控股股東承受），短暫脫離違約狀態。問題是，資產置換迎來的借殼者上海中毅達本身缺乏實質內容，其主要資產是廈門中毅達——即本文所述的虛灌資產主角。

借殼者入主後，深交所多次問詢，一直是造假嫌疑犯——主要手法是提早認列工程收入。2018/4/25收到證監會確認2015年度造假，2018/5/1公告無法如期提供2017年度財報，接著立案調查、借款逾期，再度於2018/1落入違約狀態。至於2018/8姍姍來遲的2017年財報淨損11億，其中包含減損10億

（林木減損6億、前述江西立成、福建上河減損2億）；2018/12淨值轉為負數。

就信用風險的角度來看，中毅達根本不必分析。但其美化借殼資產的做法，相當誇張，還是值得見識一下。

參考資料

1. 中毅達年報及重大資產重組報告書。
2. 中國紡織機械股份有限公司股改說明書，2014/6。
3. 上交所《關於對上海中毅達股份有限公司2015年年度報告的事後審核問詢函》（上證公函【2016】0557號）。
4. 被實名舉報虛增淨資產中毅達（600610）被上交所問詢，中國證券報，2017/6/22。