

原标题：“请国资入瓮”，创始团队巧妙设局，精准卖壳！碧水源上市13年成绩单：融资135亿，套现80亿，分红仅15亿



会计差错、大存大贷、并购踩雷、打脸交易所、创始人以业绩补偿为由超比例卖股票.....，把寒气传递给每一个散户。

来源：中国网络公司网

作者 | 常山

编辑 | 小白

碧水源，作为曾经的环保第一股，曾创下多项行业之最：总市值最高、首发募集资金最多、水处理产业链最全。

但是德不配位、名不符实，就必然要盛极而衰。

公司总市值在2017年5月触及704亿元的历史最高位后，随即开启蒸发模式，并于2018年6月加速缩水，截止2022年9月30日，总市值降至171亿元，仅为峰值时的1/5。

很简单，盛景不再，接下来就是祸不单行、屋漏偏遭连夜雨：该公司最近两年开始疯狂“水逆”，先是参股公司爆雷，而后是创始团队组队卖壳后、业绩扑街，几位老板却采取卖股票套现补偿的方式，向中小投资者传递“寒意”。

今天就来看看它的故事。

各位握紧扶好，今天故事有点长，而且很糟心！

序号	姓名	性别	出生年月	学历/学位	职务	职称	工作单位	专业
16	何厚平	男	1966.09	研究生/双硕士	董事会秘书	工程师	北京碧水源科技股份有限公司	工学、金融学
17	张特	男	1980.06	研究生/硕士	董事会秘书		乐视网信息技术(北京)股份有限公司	金融学

2010年4月公司上市，募集资金25.5亿元；同年11月宣布调整募投项目部分内容，原计划自行购买设备进行建设，改为购买北京市门头沟再生水厂（以下简称门头沟水厂）同样设备25年的使用经营权，交易价格为5600万元。

项目名称		合同金额(含税)	2009年度确认收入	2008年度确认收入	2007年度确认收入
报告期已执行完毕并全部确认收入的项目	怀柔再生水厂一期工程	5,868.00	-	-	3,145.34
	门头沟永定河上游沿河城至军庄段水质改善工程	1,605.42	-	-	545.87
	密云潮河(东坝头-孤山)生态湿地建设工程	1,720.00	-	-	1,020.00
	怀柔区“百公里绿色生态谷”延伸治理工程污水处理系统	897.15	-	-	155.86
	北京顺义温榆河“引温入潮”工程	11,568.10	-	-	10,418.85
	平谷区再生水厂工程二次提升泵等5项	6,763.97	-	6,272.57	-
	密云县潮河(万岭漫水桥-东白岩桥)综合治理工程	4,000.00	-	3,691.00	-
	北京奥林匹克公园中心区龙形水系自然水景系统维护工程(含I标段和大电路以北)	2,097.16	-	1,076.00	682.72
	门头沟再生水厂工程成套设备采购及安装合同	5,590.23	1,922.42	2,866.67	-
	延庆县再生水厂工程土建施工及成套设备采购安装总承包	4,212.32	1,905.18	2,307.13	-
	密云县太师屯镇污水处理与综合利用工程设备及安装补充合同	700.00	200.00	427.35	-
北京龙湖牛栏山项目一级开发污水处理站设备安装工程	650.00	650.00	-	-	
十堰市神定河污水处理厂改造项目	9,450.00	8,076.92	-	-	

(来源：碧水源招股说明书2010年4月)

给各位简单捋捋逻辑：

上市之前，碧水源先以5590万元的价格把设备卖给门头沟水厂，哇，上市前的业绩一把就多了半个亿呢，IPO招股书更好看了呢；

上市之后，再花5600万元向门头沟水厂购买相关设备25年使用经营权，哇，看上去好像是把钱给还回去了。

一个完美的资金循环就这么完成了。

这招虽然不高明，基本上属于瞎子用脚后跟都能看出来的伎俩，但是因为没人管，所以很有效，很实用。

咳咳咳！各位正筹划上市的老板们应该拿出小本本记下来，学习借鉴碧水源的这个创收策略。

需要指出的是，在碧水源股份制改革、冲击上市的2007年、2008年里，营业收入的一多半均来自北京市辖区（县）的水利部门，这其中是否与北京水利局工作经历的联合创始人刘振国有关系，不得而知，咱也不敢问。

另外还有一笔诡异的交易。

招股说明书披露，2006年9月18日，云南国际信托公司（以下简称云南国信）以2000万元的成本获得碧水源有限7.5%股权。

云南国信增资碧水源有限大半年后，2007年6月碧水源完成股份制改制，正式冲击上市，本意是在2008年上市，然而，不巧的是2008年A股暴跌，叠加多个大事件，A股IPO暂停了。

才守了2年整的云南国信，最终在2008年8月以2074万元的价格转让了碧水源的7.5%股权，受让方为刘世莹、张毅、张群慧、吴凡、沈静、魏锋、段永宁、张凤和深圳合辰、上海纳米等8名（家）。

有意思的是，该交易中受让最多股份的刘世莹系1933年生人，从云南国信手中买入碧水源股份时已年满75周岁，古稀之年仍自强不息参与股权投资着实令人敬佩。尽管股权投资无年龄长幼之分，但难免令人对这笔股权交易产生一些疑问，这位刘世莹老人的身份会不会是个马甲？



二、并购爆雷故事

投资失误并非云南国信的独家技能，碧水源上市后多笔投资也出现“失误”。

碧水源在2017年投资良业环境、德青源等公司，两家公司先后业绩变脸。

稍不同的是前者是过了业绩承诺期才变脸，后者是不知道啥时候就突然变脸了。

(一) 业绩承诺期一过，马上愉快爆雷

2017年6月，上市公司董事会宣布以8.5亿元的现金收购北京良业环境技术有限公司（以下简称良业环境）70%股权。标的公司100%股权估值对应10.7亿元。

有意思的是，这份8.5亿元的对外投资公告前后仅仅8页纸，连标的公司的财务数据都没披露，甚至连标的公司主营业务是什么都没讲清楚。

尽管如此，该笔交易最终还是完成了，上市公司因此新增7.73亿元的商誉。

偏偏喜欢狗拿耗子多管闲事的风云君，好死不死刚好去仔细查了下从上市公司拿走这8亿多现金对，都是哪些机构。

不查不知道，一查吓一跳！

从上市公司拿走6.03亿元的
宁波梅山保税港区良益诚股权投资合伙
企业（有限合伙；下称宁波良益诚），成立于2016年11月29日。

成立后的半年时间，也就是2017年6月，就顺利从上市公司拿走6亿雪花银。

这其中是另有玄机，另有玄机，还是另有玄机？

此外，从上市公司拿走1.16亿元现金的
杭州益润宏瑞投资合伙企业
（有限合伙），已于2019年7月注销。巧合的是，上市公司实控人及其一致行动人
在同一个月完成了引（卖）进（壳）战略投资者。

项目	交易时间	交易金额 (亿元)	交易股权比 例	业绩承诺金额(亿元)				
				2017年	2018年	2019年	2020年	三年累计不 低于
第一期业绩承诺	2017年06月	8.49	70.00%	1.65	2.06	2.58		6.29
第二期业绩承诺	2018年12月	3.85	10.01%		5.50	7.60	10.20	23.3
实际完成情况				3.48	5.51	4.06	1.69	

算下来，碧水源前后在良业环境上花了12.9亿元（含最初的5500万元投资款）。

不巧的是，自2018年第二次股权转让完成后，良业环境的业绩逐年下滑，2018年净利润为5.5亿元，2019年下降至4.06亿元，而2020年下滑60%，为1.69亿元，三年累计实现11.50亿元，较23.3亿元的承诺金额少11.8亿元，仅兑现了不到50%的业绩承诺额。

上市公司因此拿到1.95亿元的业绩补偿款。



(二) 德青源

2017年12月，碧水源以5.17亿元参与北京德青源农业科技股份有限公司（以下简称“德青源”）增资扩股，获得23%股权。德青源100%股权估值对应22.5亿元。

上市公司对外投资报告显示，德青源成立于2000年，总部设立在北京，主要产品鸡蛋，同时集祖代、父母代、商品代蛋鸡养殖为一体，在国内设立多个养殖基地，该公司曾于2016年6月16日新三板上市，但仅1年后终止上市。

被收购时，连2017年前三季度的财务数据都没有披露，而是采用2016年数据，2016年营业收入5.87亿元，净利润330万元。

照此测算，碧水源投资入股时，静态市盈率高达682倍。

2020年度报告披露，碧水源在2018年9月转让了德青源7%股权，2020年4月又收购其他股东股权5.04%，持股比例变为21.04%。

2020年，德青源亏损5.67亿元，碧水源持有德青源股权账面余额对应缩水1.19亿元，还剩3.53亿元。

2021年，德青源净利润再次亏损3.78亿元，上市公司持有德青源股权的账

面价值再次缩水7801万元。

亏损还在继续，2022年上半年，德青源再次亏损1.08亿元。

各位掐指算算，碧水源曾经投资的5.17亿元还剩多少？

通常，气氛酝酿到这种程度，接下来就是卖壳套现走人，碧水源的创始团队自然不能免俗。

二、本次股份变动具体情况

股东名称	转让前持股情况		转让后持股情况	
	持股数量(股)	持股比例(%)	持股数量(股)	持股比例(%)
文剑平	717,466,634	22.63%	538,099,975	16.97%
刘振国	424,996,847	13.40%	318,747,635	10.05%
陈亦力	114,103,202	3.60%	85,577,401	2.70%
周念云	26,482,605	0.84%	19,861,954	0.63%
中国城乡控股集团有限公司	0	0%	320,762,323	10.12%

城乡控股或许没想到上市公司的业绩跌得那么快、那么急切：2020年碧水源扣非净利润同比下降38%，为8.5亿元。

意识到已经入坑，城乡控股在2021年3月要求文董事长等4人调整业绩对赌协议。调整后的2021年业绩承诺方案如下：



(二) 业绩补偿？让韭菜们出钱！

看了文董事长等人接下来的操作，风云君自知还是太年轻、格局太小，还需要向大佬多学习！

不就是业绩补偿款嘛！

此前股权转让款退出来不可能的，这辈子都不可能，但是，可以继续卖股票啊！

把寒气传给二级市场投资者。

尽管这个操作令二级市场中小投资者心中跑过千万头羊驼，无所谓，在要钱还是要脸的选择上，文董事长等人果断、坚决选择要钱。

2022年1月至9月，文剑平、王雪芹（代刘振国付款）合计抛售1.89亿股，套现10.3亿元。其中：文剑平抛售1.1亿股，套现近6亿元；王雪芹、刘振国夫妇合计抛售7914万股，套现4.3亿元。

在连续卖卖卖后，截止2022年9月16日，文董事长的持股数降至3.74亿股，占当时总股本的10.3%，由第一大股东降级成第二大股东。

必须指出的是，文剑平在2022年4月至6月的3个月（90天）时间里通过集中竞价累计抛售比例达1.6%，已经违反了减持新规中“大股东或者特定股东采取集中竞价交易方式减持的，在任意连续90日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%”的规定。

同样的情况也发生在王雪芹身上：其2022年7月19日至9月16日的2个月里，通过集合竞价累计抛售比例达1.19%，也超过集中竞价连续90日内的减持上限。

看到了吧，两位重要股东以支付业绩承诺差额补偿款的由头，把证监会和交易所的相关规定踩在地板上摩擦。



(二) 业绩立马变脸

拿到国资委的批复后，眼看生米煮成熟饭、木已成舟，城乡控股想反悔都不可能了。

众所周知，到了这个时候，上市公司的业绩自然就无所谓了，于是，就上演了如同过山车一样的变化。

2020年10月27日发布的三季报显示，前三季度的归母净利润为1.70亿元，同比大降53%。

12月份，定增方案进入交易所问询阶段，临门一脚。

为了撑住岌岌可危的现金流，2021年2月24日，新晋控股股东城乡控股向碧水源提供16亿元的6个月短期借款。

这个时候，碧水源的现金流已是非常紧张，随时有断裂的风险。

一周后的3月1日，碧水源董事会改选，城乡控股提名5位候选人进入董事会。

这也就意味着文剑平等人在2020年玩的财务游戏很难继续下去。

于是，2021年3月31日，上市公司发布“会计差错更正”（哈哈哈哈哈，这个词真的妙不可言）公告，对2020年一季报、半年报、三季度的资产负债表进行调整，归母净利润依次调降1572万元、4023万元、6759万元。

可能有人好奇这不就是财务造假吗？

监管机构都认同是会计差错，轮到你这妖怪来反对？！

五、创始团队为什么要卖壳？

从碧水源的发展路径看，文董事长应该早就知道卖污水处理装置的业务并不好做：为了卖污水处理装置，需要自己掏钱盖个污水处理厂。

不管好做与否，碧水源干这事已经好几年了，也因此到账面上积累了巨额的特许经营权资产。

碧水源上市之初，主营业务是提供污水处理解决方案和生物膜产品，属于典型的轻资产模式。自2013年开始陆续承接污水处理工程项目，2017年后则更是加大投资污水处理PPP项目，通过不断承接项目来拉动污水处理装置的销售——而污水处理项目建设必然需要巨额资金持续投入，因此资产越来越重，慢慢变成了重资产模式。

事实证明，环保企业只要走入重资产模式，就陷入无尽的资金需求泥潭，在挣扎中越陷入越深。

从账面来看，碧水源是有过辉煌历史的：2010年上市之初营业收入5亿元，扣非净利润1.8亿元，到2017年营业收入137.7亿元、扣非净利润22.7亿元，7年时间营业收入增长了27倍，扣非净利润增长10倍。

碧水源主要的资产情况(亿元)

大类	科目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 中报	
流动资产	货币资金	26.32	23.28	19.04	21.72	23.94	53.00	90.56	61.32	62.31	62.00	60.63	41.01	57.36	
	应收票据及应收账款	1.09	2.64	6.61	10.90	16.44	25.04	42.61	46.32	59.62	69.82	73.66	96.94	94.79	
	预付账款	0.17	0.15	0.67	0.68	1.86	2.19	4.04	7.03	11.80	17.86	14.68	12.06	12.25	
	其他应收款合计	0.13	0.25	0.39	0.66	1.15	2.62	5.77	10.79	9.44	9.45	25.70	23.12	21.73	
	存货	0.41	1.06	1.28	1.93	2.75	3.46	4.31	12.95	17.06	27.96	3.05	2.96	3.00	
	合同资产												29.53	31.39	34.62
	流动资产合计	28.13	27.58	28.00	36.29	46.29	87.61	154.12	151.60	166.72	210.42	232.89	239.71	244.76	
非流动资产	长期应收款		4.52	9.66	20.98	21.80	24.22	25.09	16.80	30.18	42.30	70.81	13.18	12.71	
	长期股权投资	0.31	0.14	10.11	15.07	14.36	18.01	23.38	50.10	53.38	59.55	55.20	61.23	60.96	
	无形资产	1.10	1.16	1.19	2.01	13.25	43.23	99.33	207.56	262.91	328.12	295.61	189.76	187.47	
	其他非流动资产							0.28	6.56	6.41	0.01	5.88	173.99	175.72	
	非流动资产合计	3.59	16.54	24.61	43.04	59.07	96.20	163.95	304.76	380.18	460.45	450.50	468.60	467.20	
总资产	31.72	44.12	52.61	79.33	105.36	183.81	318.07	456.36							

那我们就进一步分析非流动资产情况。

非流动资产中占比较大的是无形资产、其他非流动资产、长期股权投资等。其他非流动资产主要包括金融资产核算的PPP项目（157.7亿元）和待结算特许经营权投资款（18亿元），这其中大部分最终也要结转到无形资产上。

截止2022年6月底，
特许经营权账面价值186.3亿元，占187.5亿元无形资产的99.4%。特许经营权资产，主要是指碧水源中标的大量 PPP/BOT 项目所对应的特许经营权。

2014年至2019年，无形资产占到非流动资产的比重从22%上升到71%，而特许经营权占无形资产中的大部分比重，因此，特许经营权成为非流动资产中的主要资产形式。

碧水源流动资产情况(亿元)

科目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 中报
货币资金	26.32	23.28	19.04	21.72	23.94	53.00	90.56	61.32	63.31	62.08	60.63	41.01	57.36
应收票据及应收账款	1.09	2.84	6.61	12.90	16.44	25.84	42.61	46.32	59.62	69.62	73.66	96.94	94.79
其中: 应收票据	0.03	0.02	0.11	0.13	0.17	0.19	0.30	0.52	0.78			0.09	0.12
应收账款	1.06	2.82	6.51	12.77	16.27	25.65	42.32	45.80	58.84	69.02	73.66	96.85	94.67
应收账款融资										0.10	0.21	0.23	0.43
预付款项	0.17	0.15	0.67	0.88	1.66	2.19	4.04	7.03	11.80	17.86	14.68	12.06	12.25
其他应收款	0.13	0.25	0.39	0.86	1.15	2.62	5.77	10.19	9.44	9.48	25.70	23.12	21.73
存货	0.41	1.06	1.26	1.93	2.75	3.46	4.31	12.85	17.56	27.96	3.05	2.96	3.60
合同资产											29.53	36.35	34.62
其他流动资产					0.14	0.50	6.83	13.30	24.69	26.12	25.40	28.05	19.79
流动资产合计	28.13	27.58	28.00	38.53	46.19	87.61	154.12	151.60	180.77	188.07	183.02	131.42	136.33

更诡异的是预付款。2018年以来10多亿元的预付款一直停留在账面上；截止2022年6月底，预付款项合计12.25亿元，其中3年以上的2.23亿元。

作为一家污水处理建设公司，长期有10多亿元的预付款项，这令人费解。

碧水源主要的负债情况(亿元)

大类	科目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 中报
流动负债	短期借款		1.00		7.50	9.60	2.11	24.79	29.25	41.25	29.79	42.12	56.00	57.15
	应付票据及应付账款	1.33	2.46	3.97	9.52	14.97	29.35	49.77	83.02	99.28	111.13	100.01	105.43	97.23
	其中: 应付票据			0.05	0.04	0.04	0.07	0.31	0.79	2.26	4.70	2.01	2.47	1.72
	应付账款	1.33	2.46	3.92	9.48	14.93	29.28	49.46	83.02	97.02	106.35	98.00	102.96	95.51
	预收款项(合同负债)	0.13	0.11	0.29	0.69	1.19	1.99	3.35	4.47	6.52	9.71	7.53	7.14	7.63
	应交税费	0.35	0.58	1.62	2.62	4.00	7.13	9.93	10.09	7.13	7.46	7.60	3.95	3.24
	其他应付款合计	0.04	0.09	0.16	0.16	0.44	1.97	4.59	6.41	8.85	12.80	18.95	11.31	11.24
	其他应付款	0.04	0.09	0.16	0.15	0.43	1.96	4.26	6.02	8.16	12.79	18.78	11.24	11.17
	一年内到期的非流动负债							9.14	0.01	0.80	53.79	3.00	0.36	7.72
	其他流动负债	0.02	5.57	5.57	5.58			35.73	26.56	40.67	38.30	54.94	25.05	28.45
流动负债合计	1.90	9.81	11.63	26.09	30.23	32.79	137.39	170.90	205.90	284.47	235.44	212.19	213.10	
非流动负债	长期借款				3.53	0.50	0.18	14.67	36.78	80.44	141.11	169.05	178.38	183.66
	应付债券					9.16	9.16		48.10	48.06		10.10		
	长期应付款								1.06	12.67	20.15	34.24	32.11	27.96
	预计负债									0.81	1.09	2.05	2.76	3.07
	非流动负债合计	0.27	0.41	0.50	4.00	10.62	10.09	17.33	86.66	145.53	178.29	216.88	214.85	216.39
	负债合计	2.17	10.23	12.13	30.10	40.85	42.79	154.72	257.56	351.43	462.76	452.32	427.04	429.49

做个简单比较。

2019年之前，碧水源的货币资金超过有息负债规模，2017年以来有息负债快速增加，同时货币资金维持较大规模。

2017年货币资金61.3亿元，其中，可随时用于支付的银行存款60.9亿元，然而，当期的短期借款新增超22亿元，长期借款新增14.5亿元。

一边手握巨额的非受限货币资金，一边却大规模举债，这是为什么呢？跟银行借钱不用利息？

这显然有悖于正常的商业逻辑。

项目	2020年（亿元）	
	期初	期末
银行存款	59.58	59.31
应付融资租赁款	10.87	25.51

中国信託

头条 @市面风云客户端

再分析碧水源2020年的现金流量表发现，当期合计发生了181.4亿元的债务融资（比2019年的138亿元增加43.4亿元），同时偿还了116亿元的债务和17.3亿元的利息支出。从这个角度看，该公司在频繁举债，借新还旧，并且举债规模不断增加。

那么，如果手上60亿元货币资金是真实的话，为什么不用来还部分债务以减少利息支出？

这种“大存大贷”情况与正常的商业逻辑严重不符。

风云君不禁要问了：上市公司手上这几十亿货币资金，到底是不是真的？