

环保民企引入国有资本纾困研究

——以碧水源为例

蔡海静 陈晓静

摘要：近年来，我国环保产业整体发展趋缓，不少环保民企陷入生产经营困境，亟待加快破解。本文选取北京碧水源科技股份有限公司作为研究对象，深入剖析该企业所处困境，探究其在引入国有资本后产生的效果。研究发现，公司在引入国有资本后，产生了股权结构优化、公司业绩回升以及融资环境改善等积极成效，较好地缓解了企业自身发展困境，这为国内其他环保民企的纾困发展乃至推动我国环保产业加快复苏提供了启示与参考。

关键词：环保产业；民营企业；国有资本

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2021)01-0049-04

近年来，我国环保产业出现了增长放缓的趋势，根据中国环境保护产业协会与天津工业大学环境经济研究所联合发布的《2018中国环保产业发展指数测评结果》，2015年和2016年我国环保产业发展指数均在105以上，而2017年和2018年则降至95左右。报告显示，环保产业流动资金的市场周转环境不容乐观，部分大型环保公司甚至出现资金链断裂现象。与此同时，自2018年5月至今，我国环保民营企业引入国有资本的案例已发生至少20起，众多环保民企正在悄然兴起一场逆向混合所有制变革。

那么，环保民企在经济形势不利的情况下到底处于何种困境，引入国有资本又能对环保民企产生何种影响？本文选取环保水务行业龙头企业——北京碧水源科技股份有限公司（以下简称碧水

源）作为案例，对其所处困境进行剖析，并探究其引入国有资本后产生的效果，以期为其他环保民营企业提供一些发展新思路。

一、案例背景

（一）碧水源简介

碧水源于2001年创办成立，2010年在深交所创业板上市，主营环境保护及水处理业务，具备较强的研发创新能力，参与了许多国家级科研项目，截至2018年年底，公司共拥有488项专利技术。碧水源自上市以来，销售收入与利润都处于持续增长状态，公司市值也稳步上升，由2010年的70.5亿元上升至2017年的681亿元，期间公司总体财务状况稳定。然而，碧水源于2018年首次出现收入与利润双下滑（净利润仅为2017年的一半，

市值也降至585.6亿元），公司资金紧缩，财务压力骤增。

（二）国有资本入股过程

2019年5月6日，碧水源披露权益变动报告书，公司实际控制人文剑平及刘振国、陈亦力、周念云、武昆等人于4月30日和中国城乡控股集团（以下简称中国城乡）签订《股份转让协议》，拟通过协议转让的方式将其合计持有的碧水源33730万股无限售流通股份（占碧水源总股本的10.71%）转让给中国城乡。同时报告书显示，中国城乡仍可能继续增持碧水源股份。中国城乡隶属于中交集团，实际控制人为国务院国资委，主营水务、新能源、生态环境等业务板块，与碧水源有相似的产业背景。股权受让完成后，中国城乡将成为碧水源的战略投资者。2019年6月4日，双方

基金项目：国家社科基金青年项目（16CJY029）

作者简介：蔡海静，浙江财经大学会计学院教授；

陈晓静，浙江财经大学会计学院硕士研究生。

在满足有关规定的前提下对权益变动报告书进行了修订,修订内容包含股份转让价款、协议生效条件等方面,同时武昆不再转让其持有的1 654万股股份(占碧水源总股本的0.52%)。最终,中国城乡控股集团于7月18日成功受让碧水源总股本的10.18%,成为碧水源第二大股东。完成股权转让后的碧水源股权结构如图1所示。

二、案例分析

(一) 碧水源面临的困境分析

1. 经营业绩低迷,置身强监管周期。

碧水源2018年年报显示,2018年营业收入同比下降16.34%,同时归属于上市公司股东的净利润下降50.41%。此外,2019年上半年归属于上市公司股东的净利润较2018年同期下降92.94%。碧水源业绩出现断崖式下跌与宏观经济形势紧密相关。2014年,国家出台水务行业优先采用PPP模式运营的政策,PPP模式在随后几年成为水务企业主要的业务拓展方向。而财政部于2017年和2019年印发了关于严格PPP项目准入标准、集中清理PPP不规范项目的文件(如《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》等),以此防止PPP泛化滥用。以PPP为主要业务模式的碧水源不可避免受到了政府强监管的影响,经营业绩因此出现下滑。

2. 应收周转缓慢,面临现金短缺风险。分析碧水源近5年的营运指标(见表1),发现前3年间企业的应收账款周转率逐年上升,2017年已超过环境治理行业平均值,然而在2018年却急剧下降。应收账款占收入比重也于2018年陡然上升,远超行业均值。大规模应收账款主要是由于政府根据PPP项目建设运营进度进行分期付款,同时碧水源对应收款项的管控力度也不强。大量应收款

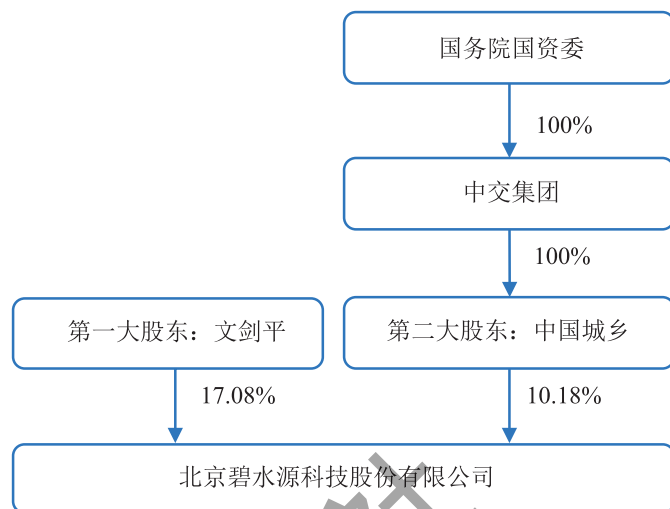


图1 碧水源引入中国城乡后股权情况

表1 碧水源与行业的相关指标

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年1~6月
公司应收账款周转率	2.49	2.62	3.12	2.20	0.62
行业应收账款周转率	2.90	2.71	2.65	2.87	—
公司应收账款与收入比	49.19%	47.59%	33.27%	51.09%	159.33%
行业应收账款与收入比	35.80%	42.32%	42.56%	39.54%	—
经营活动产生的现金流量(万元)	135 922	75 183	251 394	130 493	12 093

数据来源: 国泰安经济金融数据库

表2 碧水源负债率与财务成本

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年1~6月
资产负债率	23.27%	48.65%	56.44%	61.46%	64.21%
财务费用(万元)	4 750	8 435	36 340	66 960	42 139

数据来源: 国泰安经济金融数据库

项的存在加剧了2018年企业经营业绩下滑的影响,可能会使企业面临短期内现金流短缺的风险。而2018年碧水源经营活动产生的现金流量净额仅为2017年的52%,也证明了该公司存在现金短缺的风险。

3. 股权质押比例高,融资代价增大。碧水源实际控制人文剑平于2018年下半年进行了频繁的股权质押,截至2019年4月底已累计质押大约59 528万股公司股份,占其所持有公司股份的82.97%,这表明了企业急迫的资金需求。碧水

源的负债率以及财务成本逐年上升(见表2),2019年上半年财务成本就已超过2017年全年,表明碧水源面临的融资成本逐年增大。从原因分析,首先,环保产业本身具有工程属性,具有投资规模大、期限长等特征,资金要求极高,企业财务负担大;其次,碧水源环保产业作为战略性新兴产业,利用外源融资过程中面临道德风险和逆向选择,容易受到相关因素的不利影响(Stiglitz, 1981),且碧水源作为高新技术企业在成长早期受到的融资约束很强(Moore, 1994; Oakey,



图 / 中国财政摄影家协会

1995), 因此企业面临融资较为困难、信贷成本较高等问题; 最后, 国家降杠杆的大形势使环保民营企业的融资难问题上加霜。

(二) 碧水源引入国有资本的效果分析

1. 股权结构优化, 公司治理能力提升。引入国有资本前, 碧水源董事会含 7 名成员, 其实际控制人为文剑平, 持有公司股份总数的 22.77%, 且中国城乡在参股前未持有碧水源股份。协议显示, 股份转让完成后, 碧水源须在董事会建设中增加 2 名由中国城乡提名的董事(其中 1 名为副董事长), 由此碧水源董事会成员增至 9 名。股权转让完成后, 文剑平和中国城乡分别持有碧水源 17.08% 和 10.18% 的股份, 文剑平仍为实际控制人, 中国城乡则成为第二大股东。碧水源因此形成多元化股权结构, 李涛(2002) 研究发现上市公司引进国有股东后能够提高治理水平, 引入国有股权可以减少“一股独大”的内部人控制问题。由此, 引进国有股权可以形成有效的内部制衡机制, 提高公司治理效率。同时, 在董事会中加入国有资本成员, 有助于民营企业了解国有资本意见, 为碧水源决策提供更多依据。

2. 公司业绩回升, 政府驱动特色凸显。继碧水源引入中国城乡后, 企业

2019 年第三季度实现营业收入 35.54 亿元, 较上年同期增长 61.94%, 同时归属于上市公司股东的净利润为 3.37 亿元, 同比增长 61.66%。环保产业特有政府驱动机制(徐嵩龄, 1997), 即政府通过制订有关的环境标准促使污染企业进行环境治理, 以增加环保公司业务。碧水源此次引入中国城乡使其与政府产生直接关联, 更有助于发挥政府驱动特色, 增加公司业务订单。2019 年 10 月, 碧水源与中国城乡控股集团等联合中标了哈尔滨城镇污水项目, 这将为碧水源带来预计 51 亿元的稳定收入。据报道, 碧水源将与中交系统内多家企业开展环保、水务、城市光环境建设等相关项目合作, 近百个环保项目正在实施, 这将使碧水源获得大量的新订单和长期稳定的收益。与此同时, 国有企业的资金实力、项目资源等与环保民企的研发创新、技术咨询服务等能形成优势互补, 产生协同效应, 并逐步得到释放。

3. 资金断裂风险降低, 股权质押比例下降。碧水源第三季度报告显示公司实现经营性现金流量净额 12.38 亿元, 同比增长 210.67%, 且现金及现金等价物净增加额同比上涨 29.87%, 资金状况较前期有所好转; 同时, 截至 2019 年 10 月, 碧水源实际控制人文剑平累计质押股份 11 042 万股, 仅占其所持有公司股份的

20.52%, 可见国有资本的引入在一定程度上减轻了企业股权质押的负担, 从而降低了控股股东减持的风险。资金流问题是阻碍环保产业发展的主要因素(戚飞翔, 2015), 此次国资入股有助于缓解碧水源资金流问题, 降低资金断裂风险, 原因如下: 第一, 引入国有资本后企业第三季度经营业绩好转, 同时, 公司加强风险控制, 重视应收款项专项清理并加大收款, 提高了公司应收账款回款率; 第二, 由于国有资本具备更强的资金实力, 引入国有资本可为碧水源注入信贷优势, 从而改善公司融资难问题; 第三, 公司调整了业务模式, 其调整后主营的 EPC 项目与原有 PPP 项目相比, 具有回款快、风险小的特点, 这将进一步加快碧水源资金周转, 进而缓解公司现金流紧张的压力。

4. 融资改善指日可待, 满足资金重需求。2019 年 9 月, 公司发行了短期融资券, 将筹集资金用于补充公司流动资金、偿还银行等金融机构借款; 同年 12 月, 实际控制人文剑平又进行了股权质押, 此次质押股权占其所持股份数的 54.27%。由此可见, 引入国有资本虽在短期内只能轻度缓解资金紧张的困境, 但从长期来看, 企业整体融资状况却将得到较大程度改善, 其原因如下: 第一, 碧水源引入国有资本后, 其逐渐回升的经营业绩已备受关注, 各大投资机构均对其持积极评估, 这将提升企业价值与声誉, 从而有助于提升企业信用评级; 第二, 根据《股权转让协议》, 碧水源引入国有资本后须对其现金股利分配标准进行修改, 将每年现金分红占公司当年可分配利润的比例由最低 30% 修改为最低 15% (碧水源以现金方式分配股利)。股利分配标准修改后, 碧水源将拥有更多内源资金, 有助于降低公司融资成本。此外, 2019 年 9 月, 证监会核准批复了碧水源控股子公司北京良业发行境外上市外资股, 这也使碧水源获得一定资金,

北京良业后期的成功上市无疑又增加了企业的融资渠道。事实上,环保PPP项目体量大、资产重,单一融资渠道难以满足公司业务需求,而资金与业务相匹配才能使碧水源内部运营平衡。此次引入国资将帮助碧水源实现内部平衡,满足其业务需求。

三、结论与建议

通过引入国有资本,碧水源公司的股权结构得到优化,公司治理能力和经营业绩得到提升,企业融资能力大幅增强,资金链断裂风险有效降低。因此,在环保产业处在经济寒冬的大环境下,环保民企可考虑引入国有资本以缓解企业自身发展困境,借用国有资本带动环保产业加快复苏。

值得注意的是,尽管混合所有制改革改善了碧水源的经营困境,但在具体改革过程中也需要注意以下几点:

一是优化融资结构配置,避免短融长投。碧水源以负债为主要融资渠道,且负债以流动负债为主,2017年至2019年上半年流动负债占总负债比重持续处于60%左右的水平,该融资结构与公司环保业务投资额大、周期长等特性不匹配。公司需要经常性筹集资金用以偿还或置换短期借款等流动负债,并且流动负债的可获性、借款成本等易受到外部环境因素的影响,例如国家信贷政策、行业状况等,这增加了公司发展不确定因素。因此碧水源在引入国有资本后,应利用国有资本优势,合理加强权益融资及长期负债融资方式的运用,以改善资本结构,避免陷入“短融长投”的陷阱。

二是控制担保规模,谨防财务风险。由于子公司直接向银行贷款难度大,碧水源频繁对其子公司进行连带责任贷款担保,截至2020年3月,碧水源对其控股子公司对外担保总额为251亿元。并且,公司及控股子公司对外总担保额为308亿元,占公司2018年末审计后净资

产的163.97%,可见担保规模过大。担保会给上市公司带来连带责任,可能产生或有负债(宋淑琴,2015),若或有负债转化为实质性负债,将极大增加碧水源的偿债压力。因此,碧水源引入国有资本后,应充分利用国有资本优势拓宽融资渠道,减小对担保融资的依赖,从而降低碧水源担保规模。同时碧水源内部应提升担保风险预估意识,建立担保风险预估制度,加强担保风险管控,从而将公司财务风险控制在合理水平。

三是强化内部监督,防止盲目扩张。碧水源在成长初期主要采取快速异地复制模式,投资近200亿元在近百个城市设立分公司,这种粗放式扩张战略无疑会给公司财务增加压力。同时,随着业务快速拓展,碧水源承接了较多非公司核心技术优势的项目,致使其整体毛利率有所下降。而引入国有资本后,其融资能力会随着国有资本的支持及公司业绩的上升而逐渐增强,充裕的资金来源可能会使经理层产生过度自信心理;同时,政治关联企业的投资更容易获得政府支持,为企业过度投资创造了条件(张敏和张胜,2010)。经理层过度自信或企业过度投资都可能会使碧水源再次踏上粗放扩张、盲目接收业务的道路,从而使公司面临财务风险增加且毛利率下降的问题。因此,碧水源应加强内部监督,避免经理层过度自信,将资金投入核心且能为企业带来良好绩效的业务,实现企业核心资源有效利用。

四是明确经营目标,巩固民企控制权。股权受让完成后,中国城乡已然成为碧水源第二大股东,其持股比例仅与控股股东相差6.9%,这为国有资本取得控制权提供了便利条件。而权益变动报告书显示,若未来资本市场整体情况稳定且上市公司业绩优良,中国城乡可能会继续增持碧水源股份。而企业一旦通过国有化成为国有企业后,必然会受到更多政府对企业商业决策的干预。因

此,环保民企在享受国企带来的业绩改善等益处的同时,也要加强内部治理,巩固民营股东的决策权与控制权,切实保障民营投资者的利益。

责任编辑 张璐怡

主要参考文献

[1] 杜莹,刘立国.股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析[J].管理世界,2002,(11):124-133.

[2] 徐嵩龄.世界环保产业发展透视:兼谈对中国的政策思考[J].管理世界,1997,(4):178-188.

[3] 刘振华,孙辉东.中国联通混合所有制改革的双赢模式探讨[J].财务与会计,2018,(10):22-24.

[4] 余汉,杨中仑,宋增基.国有股权能够为民营企业带来好处吗?——基于中国上市公司的实证研究[J].财经研究,2017,43(4):109-119.

[5] 原毅军,耿殿贺.环境政策传导机制与中国环保产业发展——基于政府、排污企业与环保企业的博弈研究[J].中国工业经济,2010,(10):65-74.

[6] 张敏,张胜,王成方,申慧慧.政治关联与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验证据[J].管理世界,2010,(11):143-153.

[7] 吴树畅.民营企业参与国有企业混合所有制改革的经验——以复星集团参与国药集团混合所有制改革为例[J].财务与会计,2015,(6):28-29.

[8] 张朋丽.我国民营企业融资困境应对策略浅析[J].财务与会计,2019,(15):83.