

死到临头仍美美割韭菜！被鹏欣系占用资金超 27 亿，国中水务“面值退市”边缘赌命汇源果汁！

导语：这妥妥是一只貔貅成功上市，然后心安理得把中国股市当成自家 ATM 机的励志故事。

作者：市值风云 App：萧瑟

国中水务（600187.SH）近半年的股价表现如同过山车一般。

先是在年报发布后股价持续阴跌，4 月 30 日至 7 月 10 日期间跌幅近 60%，一度要触及面值退市风险。

直至 7 月 22 日，公司公告了一项重磅消息，计划以现金形式收购国内果汁龙头企业北京汇源食品饮料有限公司（“北京汇源”）控制权。

消息一出，公司股价直接连续 7 天涨停，并在随后一个月内实现 118% 的涨幅。

国中水务

600187.SH 已收盘

2.85 +0.26▲
+10.04%

融

开 2.80 高 2.85 低 2.72 市盈率 443.95
量 254.30万手 额 7.17亿 换 15.76% 总市值 45.99亿

实时吾股排名: 5014/5323

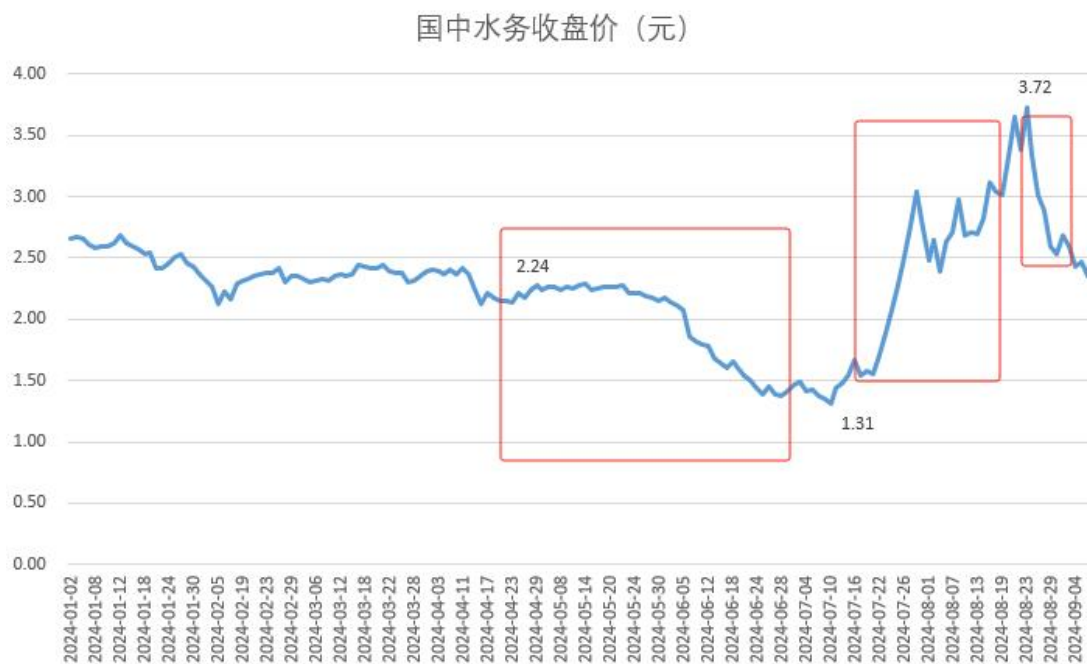
分时 5日 日K 周K 月K 年K



市值风云
专业服务注册制 买股之前搜一搜



但仅仅一个月后，8月23日，国中水务公告自己及股东上海鹏欣（集团）有限公司（“鹏欣集团”）因涉嫌信息披露违法违规被证监会立案，大涨态势也偃旗息鼓，股价连续回调。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

有意思的是, 在立案后仅一周, 国中水务就发布公告更正了过去 3 年内的会计差错, 并嘴硬表示**此次调整主要对 PPP 项目中的在建工程进行了重分类, 对业绩影响并不大。**

但早不调, 晚不调, 监管一立案就调, 合着不立案拒不更正差错呗。

总的来看, 不足两月的时间内, 国中水务股价振幅高达 113%, 总换手率接近 500%, 波动相当剧烈。

今天风云君就来带大家盘一盘这家公司。

一、主业规模持续缩减, 濒临面值退市, 亟待转型

国中水务 1998 年上市，上市后公司实控人如同走马灯一般更换，直至 2016 年“鹏欣系”话事人姜照柏入主。

曾用名	变更记录
实际控制人变更	20041231 齐齐哈尔市国有资产监督管理委员会→20081231 国中(天津)水务有限公司→20091231 润中国际控股有限公司→20101231 张扬→20111010 李月华→20131231 无→20161012 姜照柏
公司简介	黑龙江国中水务股份有限公司(简称国中水务)是在上海证券交易所上市的公众公司,主营业务涵盖了整个环保产业中的市政供水、污水处理、新型城镇分布式给排水一体化、工程技术服务、绿色可持续能源领域。同时公司在现有基础上,大力开展技术创新,各项技术达到了国内乃至全球的领先地位,并逐步推广至国际市场,是国内A股市场为数不多的拥有完整产业结构的综合环保上市公司。

(来源: Choice 终端)

在姜照柏接手以来，国中水务的业绩表现十分惨淡，8 个会计年度来要么在温饱线徘徊，要么干脆亏把大的，**扣非后仅仅 3 个年度堪堪盈利。**

除此之外，近年来公司收入也持续下滑，2019-2023 年间总营收自 5.38 亿降至 2.26 亿，4 年内规模缩水近 6 成。

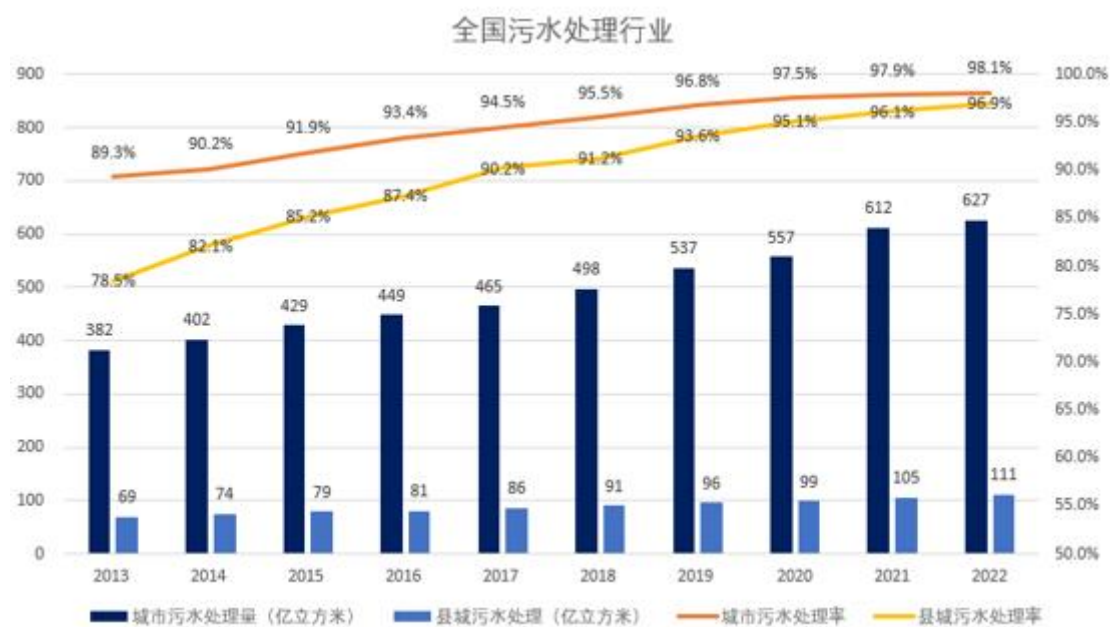


(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

这跟公司逐渐剥离水务业务有一点关系。

顾名思义，公司的老本行是水务，具体业态以污水处理为主，并辅以供水、供热，以及设备销售、工程技术服务等。

对于这个行业，风云君在过去的研报中也有过分析，无论是供水还是污水处理，国内市场都已趋于饱和，增长机会不大。



(来源：住建部，制图：市值风云 APP)

姜照柏姜老板对此也是心知肚明，2021年，国中水务提出计划以整合和处置资产的方式寻求转型，随后水务业务便开始持续收缩。

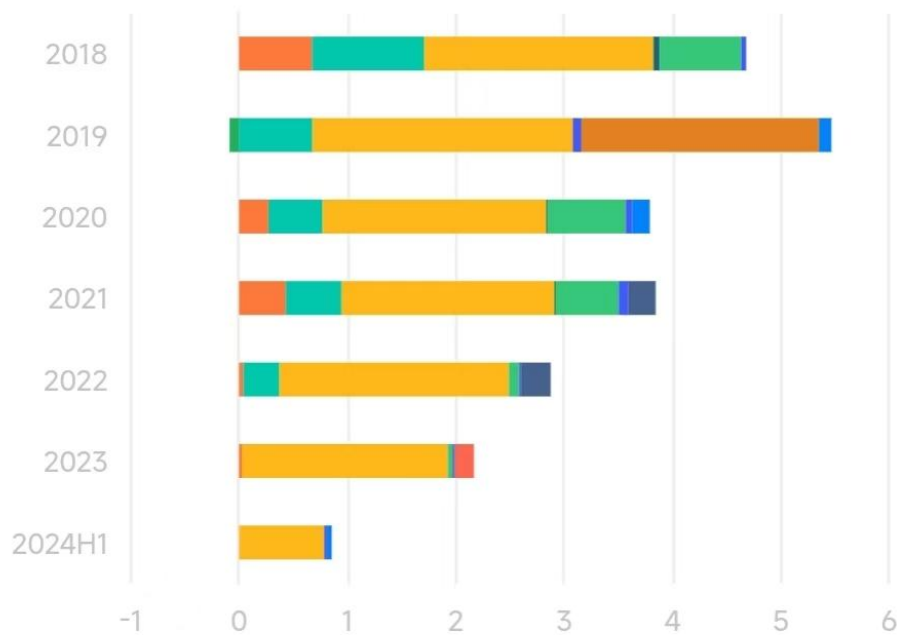
(一)行业格局和趋势

√适用 □不适用

近年来国内包括污水处理在内多个传统环保板块的行业集中度都发生了显著变化，传统污水处理行业已经进入项目的“后建设时代”。严苛的环保督查和处罚对老项目的精细化运营和降本增效提出了挑战。一、二线城市市政污水处理市场趋于饱和，其他水务项目存在分布广、项目小等特点，很大程度上被业内龙头企业垄断，市场竞争激烈。面对行业发展状况，公司将持续改善和优化现有项目的运营水平和盈利能力，并适时整合和处置相关资产，改善和提高上市公司可持续盈利能力，不断推进公司战略转型。

(来源：国中水务 2021 年年报)

2022 年公司转让了旗下唯一一家自来水厂，彻底告别了供水行业。同时当年设备销售、工程技术服务这些相关收入也在大幅下滑。



- 污水处理
- 自来水销售
- 工程总包
- 设备销售
- 供热
- 供暖
- 供暖服务
- 工程技术服务
- 平衡项目
- 其他
- 其他产品(计算所得)
- 分部间抵销

(来源：市值风云 APP)

除了主动转让项目外，2023 年 8 月，由于连续多年出水不达标的原因，公司旗下秦皇岛市第四污水处理厂被政府提前接管，污水处理规模也因此损失了约 3 成。

主业每况愈下，转型的压力进一步加剧，如开头所述，股价也一度濒临面值退市。

二、参与北京汇源重整，估值暴涨暴跌有猫腻

有意思的是，随着营收持续下滑，国中水务 2023 年反而、居然盈利了 2000 多万。

虽然看上去依旧可怜，但已经是近年最好数据——主要是凭借一笔约 8,000 万的投资收益。

该笔投资收益来自参股公司诸暨市文盛汇自有资金投资有限公司（“文盛汇”），后者正是为北京汇源重整而设立的持股平台，持有汇源果汁 60% 股权。

单位：元 币种：人民币

被投资单位	期初余额	本期增减变动							期末余额	减值准备期末余额
		追加投资	减少投资	权益法下确认的投资损益	其他综合收益调整	其他权益变动	宣告发放现金股利或利润	计提减值准备		
一、合营企业										
小计										
二、联营企业										
天津炼达中科环保技术有限公司										
上海中洋盛丰水产科技有限公司										
诸暨市文盛汇自有资金投资有限公司	850,000,000.00	80,000,000.00		82,836,304.30						1,012,836,304.30
上海散园生态环境科技股份有限公司		10,000,000.00		-1,208,275.68						8,791,724.32
小计	850,000,000.00	90,000,000.00		81,628,028.62						1,021,628,028.62
合计	850,000,000.00	90,000,000.00		81,628,028.62						1,021,628,028.62

(来源：国中水务 2023 年年报)

猜对了，汇源果汁也是国中水务实施转型战略的抓手。

汇源果汁成立于 90 年代初，2007 年在港交所挂牌上市，在国内中高浓度果汁行业内市占率一度高达 45%。

后来在 2018 年由于一笔违规关联贷款，汇源果汁被长期停牌，最终在 2021 年黯然退市。

更为严重的是，受到宏观环境因素以及多轮疫情的影响，北京汇源流动性问题凸显，债务风险全面爆发，于 2021 年 7 月进入重整。

2022 年 4 月，国中水务与不良资产处理机构上海文盛资产管理股份公司（“文盛资产”）签署合作协议，拟共同投资重组后的北京汇源。

两个月后，文盛资产作为重整投资人投入 16 亿现金取得北京汇源控制权，并设立文盛汇直接持股 60%。

估算下来此时北京汇源的估值约为 27 亿。这个数字大家着重关注下。

2022 年 12 月，国中水务以 8.5 亿对价自文盛资产受让文盛汇 31.48% 股份，实现对北京汇源 18.89% 的间接持股。

但此时，北京汇源的估值已高达 45 亿，短短半年的时间内增值了近 70%。

截至 2022 年末，北京汇源仍处在资不抵债的状态，资产负债率高达 688.8%，净资产为-68.30 亿，且当年下半年仍产生了 0.84 亿的亏损。

更为蹊跷的是，2023 年国中水务又通过两笔交易合计出资 8,000 万，增持文盛汇至 36.48%，间接持有北京汇源的比例也来到 21.89%。

计算一下，北京汇源的估值又回到了 27 亿的水平，你说奇怪不奇怪？

时间	对价 (亿元)	收购主体	收购文盛汇股份	对应北京汇源股份	对应北京汇源估值 (亿元)
2022.6	16	文盛资产	-	60%	27
2022.12	8.5	国中水务	31.48%	18.89%	45
2023.4	0.5	国中水务	3.13%	1.88%	27
2023.7	0.3	国中水务	1.88%	1.13%	27

(来源：国中水务公告，制表：市值风云 APP)

两次交易估值的巨大差异，也引起了交易所的注意。

在问询回复中，国中水务表示 2023 年交易对价为特殊商务谈判的结果，并将 2022 年末 8.5 亿高对价的锅甩给了资产评估机构。

问题（2）：说明本次交易作价的定价依据，相关资产评估报告采用的评估方法、关键假设及重要参数相比前次评估是否发生重大变化，前后两次交易作价差异较大的原因及商业合理性；

公司说明：

本次交易是公司就部分北京汇源零散债权人预计可转股的零散股份与重整投资人文盛资产协商后的特定交易，估值为特定折扣价，属于交易方特殊商务谈判的结果，未涉及资产交易评估，也不形成对北京汇源整体价值的重新评估。前次 8.5 亿交易依据北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的以 2022 年 6 月 30 日为基准日按收益法确定北京汇源整体估值 45 亿元，文盛汇股权估值 27 亿元。前次交易的估值评估依据没有变化，与此次特定交易不具有可比性。本次交易后，公司持有文盛汇 34.609% 的股份，间接持有北京汇源 20.765% 股份。本次交易的相关股权变更已在市场监督管理部门登记完成，截至本公告日文盛汇股权结构如下：

(来源：国中水务公告)

需要指出的是，此次交易前，国中水务以及实控人旗下鹏欣系与文盛资产就已有过多次合作，关系十分密切。

例如在 2020 年初文盛资产曾接手鹏欣系旗下多家公司，随后还共同设立了上海鹏文琰企业发展有限公司、上海鹏文欣盛企业管理合伙企业（有限合伙）等企业。

综上所述，公司与达孜鹏欣的往来中并未造成实质性的利益损失。

2020年3月27日，鹏欣新能源已将持有的51%达孜鹏欣股权转让给杭州文盛励锦资产管理
有限公司，截止到本报告披露日，上述情况已经不构成控股股东及其关联方资金占用。

(来源：鹏欣资源 2020 年半年报)

2021 年，国中水务也曾与文盛资产携手，共同筹划过对勉县凯迪绿色能源、平乡凯盈绿色能源的并购计划。

这样来看，2022 年末这笔匪夷所思的高价并购交易，背后也有可能涉及利益输送。

三、实控人劣迹斑斑，要命关头仍不忘个割韭菜捞一把？

风云君在这里并不是信口开河，而是有国中水务 9 月 6 日刚刚收的黑龙江监管局的处罚信息为证。

2018 年至 2020 年期间，国中水务被其他鹏欣系关联方累计占用资金超 27 亿，妥妥“大冤种”。

2018年至2020年期间，国中水务通过与第三方联合成立私募股权基金、购买商业承兑汇票进行理财、购买资产管理计划、与关联方联合成立企业等方式向关联方鹏欣集团、鹏欣建安、春冠物资、宜春国际、鹏欣房地产提供资金，构成关联方非经营性资金占用。其中，2018年资金占用发生额11.5亿元（占2017年末经审计的净资产31.45%），期末余额4亿元（占2017年末经审计的净资产10.94%）；2019年资金占用发生额13.6亿元（占2018年末经审计的净资产38.88%），期末余额7.6亿元（占2018年末经审计的净资产21.72%）；2020年资金占用发生额2亿元（占2019年末经审计的净资产5.79%），期末余额7.93亿元（占2019年末经审计的净资产22.97%）。国中水务既未及时披露，也未按照《公开发

（来源：国中水务公告）

此外，此次处罚事项中还出现了文盛资产的身影，进一步印证了二者间的密切关系。

二、国中水务未及时披露重大投资事项

国中水务于2021年12月24日与上海文盛资产管理股份有限公司（以下简称上海文盛）签订《项目合作协议》，拟成立合资公司共同收购山东泉林集团有限公司破产重整标的资产。其中，上海文盛出资11.4亿元持有合资公司60%的股权，国中水务出资7.6亿元持有合资公司40%的股权。国中水务于2021年12月27日向上海文盛支付1.5亿元履约保证金。上述事项未经董事会审议，未及时在临时公告披露，迟至2022年5月18日在《关于对2021年年度报告的信息披露监管工作函的回复公告》（临2022-035）才予以披露。

（来源：国中水务公告）

最终，国中水务被罚款800万，鹏欣集团被罚500万，另有6位高管因此被罚。

除国中水务外，目前鹏欣系还控制有一家A股公司鹏欣资源（600490.SH），一家港股润中国际控股（0202.HK），以及已退市鹏都农牧（002505.SZ）。

不出所料，其中两家A股公司都被风云君狠狠锤过。



(来源：市值风云 APP)

以已在 2024 年 8 月面值退市的鹏都农牧来说，**上市期间累计募资金额高达 72 亿，但累计分红仅有 2,159 万。**

这是妥妥的是一个貔貅老板成功上市、然后心安理得把中国股市当成自家 ATM 机的励志故事。

而根据 Choice 统计，自 2022 年 6 月至 2023 年 3 月，鹏欣系合计减持鹏都农牧套现近 10 亿。

A 股制度的人性化就体现在这里：即使公司经营得实在不咋滴，老板也照样有大把赚钱的门道。

2022 年 3 月，国中水务还曾计划收购鹏欣系旗下与主业毫不相干的两家农业公司，评估增值率分别为 3,061.84%、2,695,610.83%，且均处于亏损状态，净资产也均为负值。

这次赤裸裸的利益输送，最终因交易所的问询而撤回。

竭泽而渔，非不得鱼，明年无鱼。鹏欣系的发迹史不仅令人不齿，且以掏空上市公司为代价，本身也是不可持续的。

根据胡润百富榜，2020 年时姜照柏个人身家尚有 365 亿，但至 2023 年仅剩 100 亿，三年间缩水 7 成。

进入 2024 年后鹏欣系屡遇退市危机，除鹏都农牧外，鹏欣资源在连续两年利润为负的情况下，上半年再度亏损。

在7月初国中水务股价连续下跌至1.3元的情况下，筹划拿下北京汇源控制的控制权，更像是鹏欣系的一场自救。

但即便如此要命关头，姜老板控制的鹏欣系似乎仍没忘了捞一把。

四、拟喝下汇源咸鱼翻身，账上没钱成难题

2024年7月，国中水务公告拟增持文盛汇至不低于51%，若交易完成，北京汇源将成为国中水务的控股子公司，进入后者的并表范围。

北京汇源是原汇源集团中的境内核心主体，现拥有全部“汇源”品牌及商标所有权、全部销售渠道等核心资产，以及少部分生产线。

原汇源集团即港股上市主体中国汇源果汁集团有限公司。

在重整过后，北京汇源与原汇源集团的关系也变更为产业链上下游的品牌方与代工方，前者委托后者生产果汁等产品。

2023年北京汇源的基本面大幅改善，全年实现营业收入27.45亿，净利润4.24亿，分别约是同期国中水务的12、14倍。

当年末北京汇源资产负债率为 45.99%，账面货币资金 7.65 亿，占总资产近半数，而长期借款金额仅 0.71 亿，预计负债为 0，财务状况已是十分健康。

北京汇源 2022 年下半年和 2023 年度经审计后财务数据如下：

单位：亿元	2022 年 (2022.7.1-2022.12.31)	2023 年 (2023.1.1-2023.12.31)
营业收入	11.59	27.45
营业成本	9.53	20.65
毛利率	17.79%	24.76%
销售费用	1.01	1.51
管理费用	0.41	0.52
财务费用	0.015	-0.053
净利润	-0.84	4.24
净利率	-7.24%	15.43%
总资产	11.60	16.32
总负债	79.90	7.50
净资产	-68.3	8.82
扣非净利润	-	3.93

(来源：国中水务公告)

若此次交易完成，国中水务的基本面无疑将大幅改善。

不过摆在国中水务面前的，还有一个非常实际的问题：这次并购中，国中水务计划以现金支付全部对价。

而当前在北京汇源基本面大幅改善的情况下，估值如何定价才公允呢？按照国中水务初次购买时 45 亿的估值计算，当前市盈率也不过 10.6 倍。

若增持文盛汇至 51%，对应增持北京汇源股份约 8.7%，即便不考虑控制权溢价的情况下，对价也大致有 3.9 亿的水平。

而截至 2024 年中，国中水务账上货币性资产不过 3.31 亿，另有 1.02 亿的长期借款，显然公司流动性仍难以满足并购支付，还需对外筹措资金。

鉴于现金并购不涉及交易所并购重组委审议，国中水务在捉襟见肘的情况下选择付出真金白银，显然是有意绕开监管。

但天不遂人愿，还是被监管机构把过往斑斑劣迹公布于众。

所以，你相信国中水务最终能饮下汇源果汁吗？或者再进一步，即便能将汇源果汁收入囊中，就姜老板为首的“鹏欣系”过往表现，能打理好这块资产吗？

他真的有为投资者负责、为投资者创造投资价值的主动能动性和客观行动力吗？