

北京碧水源科技股份有限公司

2011 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

主体长期信用等级： AA⁻ 级

本期短券信用等级： A-1 级

评级时间： 2012 年 7 月 25 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

北京碧水源科技股份有限公司 2011 年度第一期短期融资券跟踪评级报告 概要

编号:【新世纪跟踪[2012]100212】

存续期间 365 天债券 5.5 亿元人民币, 2011 年 12 月 9 日 - 2012 年 12 月 8 日

| | | | | |
|--------------|----------|------|--------|------------|
| 本次跟踪: | 主体长期信用等级 | 评级展望 | 债项信用等级 | 评级时间 |
| 首次评级: | AA 级 | 稳定 | A-1 级 | 2012 年 7 月 |
| | AA 级 | 稳定 | A-1 级 | 2011 年 7 月 |

主要财务数据

| 项 目 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 第一季度 |
|-------------------------|--------|---------|---------|----------------|
| 金额单位: 人民币亿元 | | | | |
| 发行人母公司数据: | | | | |
| 货币资金 | 2.13 | 25.42 | 20.82 | 14.55 |
| 短期刚性债务 | - | - | 6.53 | 6.65 |
| 股东权益 | 3.12 | 28.74 | 31.14 | 31.30 |
| 现金类资产/短期刚性债务[倍] | - | - | 3.19 | 2.19 |
| 发行人合并数据及指标: | | | | |
| 流动资产 | 4.01 | 28.13 | 27.58 | 23.17 |
| 货币资金 | 2.65 | 26.32 | 23.28 | 16.56 |
| 流动负债 | 1.56 | 1.90 | 9.81 | 10.18 |
| 短期刚性债务 | - | - | 6.53 | 1.00 |
| 所有者权益 | 3.38 | 29.55 | 33.89 | 34.10 |
| 营业收入 | 3.14 | 5.00 | 10.26 | 1.68 |
| 净利润 | 1.08 | 1.79 | 3.60 | 0.14 |
| 经营性现金净流入量 | 1.35 | 1.78 | 3.60 | -1.79 |
| EBITDA | 1.29 | 2.20 | 4.41 | - |
| 资产负债率[%] | 33.34 | 6.84 | 23.18 | 23.72 |
| 流动比率[%] | 256.63 | 1481.95 | 281.02 | 227.75 |
| 现金比率[%] | 178.03 | 1388.39 | 237.35 | 166.39 |
| 利息保障倍数[倍] | 790.20 | 1447.53 | 95.89 | - |
| 经营性现金净流入与 流动负债比率[%] | 131.35 | 102.61 | 61.48 | - |
| 非筹资性现金净流入 与流动负债比率[%] | 93.49 | -22.59 | -159.97 | - |
| EBITDA/利息支出[倍] | 819.84 | 1518.56 | 101.00 | - |
| EBITDA/短期刚性债务[倍] | - | - | 0.68 | - |

注: 根据碧水源经审计的 2009-2011 年度及未经审计的 2012 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李兰希 徐冉

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

2011 年碧水源业务量进一步增加, 经营业绩翻番。目前公司负债经营程度仍较低, 货币资金依旧充裕, 债务偿付能力很强。但随着业务量的进一步增加以及 BT 项目的投入, 未来公司资金需求将会增加。

- 2011 年碧水源主业运营状况良好, 收入及利润大幅增长。目前公司在手合同金额较大, 可为 2012 年业务发展提供良好的保障。
- 2011 年碧水源通过自营及与地方政府合营的方式迅速扩展外埠业务, 外埠地区收入大幅增长, 业务区域集中风险降低。
- 目前碧水源负债经营程度仍较低, 货币资金依旧充裕, 继续保持了很强的债务偿付能力。
- 随着碧水源业务量的增加以及 BT 项目投入的增多, 未来公司资金需求将会增加。
- 2011 年碧水源收购久安集团后, 进入给排水工程建设业务领域, 综合毛利率受到了一定影响。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对本期短期融资券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期短期融资券的一种建议。报告中引用的资料主要由碧水源提供, 所引用资料的真实性由碧水源负责。

跟踪评级报告

按照北京碧水源科技股份有限公司（以下简称“碧水源、该公司或公司”）2011 年度第一期短期融资券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据碧水源提供的经审计的 2011 年财务报表、未经审计的 2012 年第一季度财务报表及相关经营数据，对碧水源的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

2011 年 11 月 2 日，中国银行间市场交易商协会以中市协注[2011]CP225 号《接受注册通知书》核定碧水源不超过 11 亿元的短期融资券发行额度。

该公司于 2011 年 12 月发行了待偿还余额为 5.5 亿元人民币的 2011 年度第一期短期融资券，期限为 365 天，目前本期债券尚未到期。

二、跟踪评级结论

（一） 公司管理

2011 年 5 月，该公司以总股本 14700 万股为基数，向全体股东每 10 股派 3 元现金，同时，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 12 股，公司总股本增至 32340 万股，其中控股股东文剑平持股比例为 25.44%。2012 年 5 月，经公司 2011 年股东大会决议通过，公司又以总股本 32340 万股为基数，向全体股东每 10 股派 1 元现金，同时，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 7 股，分红后公司总股本增至 54978 万股。

为在国内污水处理市场推广 MBR 技术，扩大业务规模，并增强盈利能力，2011 年以来该公司利用超募资金及自有资金对外投资了多家企业，其中，当年新增的纳入合并范围的企业 5 家，未纳入合并范围的合营、联营企业 6 家。

图表 1. 公司 2011 年以来新纳入合并范围的子公司情况

| 企业名称 | 注册资本 (万元) | 持股比例 (%) | 经营范围 |
|----------------------------------|--------------|-------------|---|
| 北京碧水源博大水务 科技有限公司 | 5000.00 | 55.00 | 技术开发、技术咨询、技术服务、技术推广；环境工程管理服务；环境工程勘察设计；环境监测。 |
| 北京碧水源固体废物 处理科技有限公司 | 500.00 | 96.00 | 污泥及固体废物技术开发、推广、应用；污泥及固体废物技术咨询、技术服务；研发、销售污泥及固体废物机械设 |
| 湖南碧水源环保科 技有限公司 | 8000.00 | 72.00 | 以膜及相关产品和技术应用为核心，负责建设膜内衬生产基地，开展城市供水、中水回用以及水务固废废弃物处理等环境治理项目的投资、建设、运营。 |
| 北京碧水源环境工程 有限公司 | 1020.41 | 51.00 | 环保技术开发、技术咨询、技术服务、技术推广；环境工程管理服务；环境工程勘察设计；环境监测。 |
| 北京久安建设投资集 团有限公司(简称“久 安集团”) | 10050.00 | 50.15 | 投资与资产管理；房地产开发；施工总承包；专业承包、电梯安装、维修。 |

资料来源：碧水源（截至 2012 年 3 月末）

(二) 业务运营

2012 年 7 月 1 日起，我国开始强制实施新版《生活饮用水卫生标准》，加强了对水质有机物、微生物和水质消毒等方面的要求，并统一了城镇和农村饮用水卫生标准，基本实现了饮用水标准与国际接轨。其中，与旧版相比，新版的《生活饮用水卫生标准》中水质标准由 35 项增加至 106 项。生活饮用水检测标准的提高有利于从事污水处理及再生利用业务企业的发展。

该公司为客户提供应用膜生物反应器技术（MBR 技术）建造污水处理厂或再生水厂的整体技术解决方案，同时还通过下属子公司北京碧水源净水科技有限公司（简称“净水科技”）经营净水器产品。此外，2011 年公司收购了久安集团，业务拓展至给排水工程建设领域。2011 年公司业务量进一步增加，尤其是外埠项目增多，全年实现营业收入 10.26 亿元，同比增长 105.01%。其中，污水处理整体解决方案收入为 9.16 亿元，较上年增长 83.64%；净水器销售收入和给排水工程建设收入分别为 0.19 亿元和 0.91 亿元。

在业务区域方面，2011 年公司在北京地区实现收入 4.73 亿元，同比增长 45.72%，占营业收入的 46.11%；在外埠地区实现收入 5.53 亿元，同比增长 214.50%，占营业收入的 53.89%。2012 年 1~3 月公司实现营业收入 1.68 亿元，较上年同期增加 1.29 亿元。

在污水处理或再生利用领域，2011 该公司通过提供 MBR 膜系统设备及安装服务等方式承接了北京市昌平区百善再生水厂、无锡市高新水务有限公司新区梅村水处理厂及通州区河东再生水厂等工程。同时，2011 年 6 月公司还成功中标了昆明滇投的昆明市第九、第十污水处理厂 BT 项目¹，该项目预计总投资 11 亿元，截至 2012 年 3 月末，公司已投入 4.57 亿元。2011 年承接的合同金额为 15.58 亿元，截至 2012 年 3 月末，公司在手的污水处理或再生利用工程项目总合同金额为 16.98 亿元。

在给排水工程建设领域，该公司下属子公司久安集团拥有市政公用工程施工总承包壹级资质，2011 年及 2012 年 1~3 月，久安集团承接的给排水施工项目合同金额分别为 8.73 亿元和 2.14 亿元，完成的合同金额分别为 4.33 亿元和 1.50 亿元。

此外，在净水器领域，2011 年净水科技已开始批量生产和销售净水器系列产品，当年净水科技净水器产品年产能为 2 万台，产量为 1.50 万台，销量为 1.10 万台。2011 年该公司净水器销售收入明显增加。

在技术研发方面，2011 年度该公司继续加大研发力度，全年投入的研发费用和开发支出共 3828.13 万元，占当年营业收入的 3.73%。截至 2011 年末，公司共获专利授权 28 项。

（三）财务质量

2011 年因昆明市第九、第十污水处理厂 BT 项目的启动以及整体业务规模的扩大，该公司资金需求增加，当年发行了待偿还余额为 5.5 亿元的短期融资券，年末负债总额增至 10.23 亿元，较上年末增加 8.06 亿元，资产负债率上升至 23.18%，但负债经营程度仍然较低。2012 年 3 月末，公司负债总额为 10.60 亿元，较上年末略有增加，资产负债率为 23.72%，与上年末基本持平。

¹ 该项目投资回报率为 2.5%，建设周期为 270 日历日，回购期为 5 年。

从负债结构上看，该公司负债基本为流动负债，2011 年末流动负债为 9.81 亿元，占负债总额的 95.99%。2011 年末公司流动负债主要由应付短期融资券（计入“其他流动负债”科目）、应付账款和短期借款构成，年末余额分别为 5.53 亿元、2.46 亿元和 1.00 亿元。2011 年末公司短期刚性债务余额为 6.53 亿元，占流动负债总额的 66.50%。2012 年 3 月末，公司流动负债增至 10.18 亿元，其中，短期刚性债务为 6.64 亿元，占流动负债的 65.24%。

2011 年末该公司资产总额增至 44.12 亿元，其中流动资产为 27.58 亿元，占比为 62.52%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，2011 年末余额分别为 23.28 亿元、2.82 亿元和 1.06 亿元。其中，受业务量增加以及部分地方政府客户支付进度放缓的影响，年末公司应收账款增长迅速。2011 年末公司非流动资产为 16.54 亿元，主要由长期股权投资、长期应收款、固定资产和无形资产构成，占比分别为 49.25%、27.35%、12.09%和 7.02%。其中，长期股权投资因当年公司利用超募资金投资了多家合营及联营企业以拓展外埠业务而大幅增长；长期应收款为昆明市第九、第十污水处理厂 BT 项目的投资款。2012 年 3 月末公司资产总额增至 44.71 亿元。其中，流动资产因超募资金的逐步投入使用而有所减少，为 23.17 亿元；非流动资产因长期应收款的增长而增至 21.53 亿元。

该公司流动性较好，2011 年末及 2012 年 3 月末流动比率分别为 281.02%和 227.75%，速动比率分别为 268.65%和 198.22%。同时，尽管随着超募资金的逐步投入使用，2011 年以来公司货币资金有所减少，但目前公司货币资金存量仍很充裕，2011 年末及 2012 年 3 月末公司现金比率分别为 237.35%和 166.39%。

2011 年该公司实现营业收入 10.26 亿元，同比增长 105.01%。但由于当年公司将业务拓展至毛利率水平较低的给排水工程建设领域，公司综合毛利率较上年下降 1.18 个百分点，至 47.43%，仍处于较高水平。2011 年公司管理费用大幅增长，主要原因是当年实施股票期权激励计划而发生期权费 2972.45 万元，同时当年研发支出也进一步增加。2011 年公司期间费用增至 7896.26 万元，期间费用率上升至 7.70%，期间费用控制情况依然良好。2011 年公司利润总额和净利润分别增至 4.14 亿元和 3.60 亿元，总资产报酬率和净

资产收益率分别为 11.03% 和 11.36%，公司资产收益水平依然良好。2012 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.68 亿元，毛利率降至 32.96%，当期净利润为 0.14 亿元。

2011 年该公司营业收入现金率上升至 100.06%，经营性现金净流量增至 3.60 亿元。但公司经营具有季节性特征，通常上半年处于技术方案准备、工程项目立项及设计阶段，主业现金回笼较少，2012 年 1~3 月公司营业收入现金率为 74.83%，经营性现金净流量为 -1.79 亿元。在投资活动现金流方面，2011 年公司股权投资支出较多，同时昆明市第九、第十污水处理厂 BT 项目启动，当年公司投资性现金净流出增至 12.97 亿元。

截至 2012 年 3 月末，各家银行给予该公司的授信额度共为 14 亿元，其中已使用 2.3 亿元，尚余未使用授信额度 11.7 亿元，后续债务融资空间较大。

综上所述，目前该公司负债经营程度低，财务结构稳健；2011 年营业收入及利润进一步增加，经营业绩良好。但随着业务量的增加以及昆明市第九、第十污水处理厂 BT 项目投入的增多，未来公司资金需求将会增加。

本评级机构将持续关注：（1）MBR 技术在国内污水处理市场的推广情况；（2）该公司扩张速度较快，2011 年已开始承接 BT 项目，未来公司资金需求情况；（3）在地方债务规模较大的背景下，公司下游客户项目付款情况。

附录一：

主要财务数据及指标表

| 主要财务指标 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 第一季度 |
|---------------------|--------|---------|---------|----------------|
| 金额单位：人民币亿元 | | | | |
| 流动资产合计 | 4.01 | 28.13 | 27.58 | 23.17 |
| 货币资金 | 2.65 | 26.32 | 23.28 | 16.56 |
| 流动负债合计 | 1.56 | 1.90 | 9.81 | 10.18 |
| 短期刚性债务 | — | — | 6.53 | 1.00 |
| 所有者权益合计 | 3.38 | 29.55 | 33.89 | 34.10 |
| 营业收入 | 3.14 | 5.00 | 10.26 | 1.68 |
| 净利润 | 1.08 | 1.79 | 3.60 | 0.14 |
| EBITDA | 1.29 | 2.20 | 4.41 | — |
| 经营性现金净流入量 | 1.35 | 1.78 | 3.60 | -1.79 |
| 投资性现金净流入量 | -0.39 | -2.17 | -12.97 | -4.88 |
| 资产负债率[%] | 33.34 | 6.84 | 23.18 | 23.72 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | — | — | 519.27 | 3410.31 |
| 长期资本固定化比率[%] | 30.35 | 12.05 | 48.21 | 62.36 |
| 流动比率[%] | 256.63 | 1481.95 | 281.02 | 227.75 |
| 速动比率[%] | 207.45 | 1451.09 | 268.65 | 198.22 |
| 现金比率[%] | 178.03 | 1388.39 | 237.35 | 166.39 |
| 现金类资产/短期刚性债务[倍] | — | — | 3.57 | 2.55 |
| 应收账款周转速度[次] | 7.94 | 6.61 | 5.28 | — |
| 存货周转速度[次] | 5.16 | 5.72 | 7.30 | — |
| 固定资产周转速度[次] | 8.89 | 4.91 | 5.56 | — |
| 毛利率[%] | 48.14 | 48.61 | 47.43 | 32.96 |
| 营业利润率[%] | 39.67 | 41.81 | 39.87 | 14.97 |
| 利息保障倍数[倍] | 790.20 | 1447.53 | 95.89 | — |
| 总资产报酬率[%] | 31.46 | 11.38 | 11.03 | — |
| 净资产收益率[%] | 37.56 | 10.90 | 11.36 | — |
| 营业收入现金率[%] | 121.99 | 86.99 | 100.06 | 74.83 |
| 经营性现金净流入与流动负债比率[%] | 131.35 | 102.61 | 61.48 | — |
| 非筹资性现金净流入与流动负债比率[%] | 93.49 | -22.59 | -159.97 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 819.84 | 1518.56 | 101.00 | — |
| EBITDA/短期刚性债务[倍] | — | — | 0.68 | — |

注：表中数据依据碧水经审计的 2009~2011 年及未经审计的 2012 年第一季度财务报表整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|------------------|---|
| 资产负债率 | 期末负债总额/期末资产总额×100% |
| 权益资本与刚性债务比率 | 期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100% |
| 长期资本固定化比率 | (期末总资产 - 期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计 - 期末流动负债)×100% |
| 流动比率 | 期末流动资产总额/期末流动负债总额×100% |
| 速动比率 | (期末流动资产总额 - 存货余额 - 预付账款 - 待摊费用 - 待处理流动资产损益)/期末流动负债总额×100% |
| 现金比率 | (期末货币资金+期末短期投资净额+期末应收票据<银行承兑汇票>余额)/期末流动负债总额×100% |
| 现金类资产/短期刚性债务 | (期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额 |
| 应收账款周转速度 | 报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转速度 | 报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 固定资产周转速度 | 报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2] |
| 总资产周转速度 | 报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2] |
| 毛利率 | 1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100% |
| 营业利润率 | 报告期营业利润/报告期营业收入×100% |
| 利息保障倍数 | (报告期税前利润+报告期列入财务费用利息支出)/报告期利息支出×100% |
| 总资产利润率 | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100% |
| 净资产收益率 | 报告期税后利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100% |
| 营业收入现金率 | 报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100% |
| 经营性现金净流入与流动负债比率 | 报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入与流动负债比率 | 报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100% |
| EBITDA/利息支出 | = EBITDA/报告期利息支出 |
| EBITDA/短期刚性债务 | = EBITDA/[(期初短期刚性债务 + 期末短期刚性债务)/2] |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

| 等级 | | 含义 |
|-----|------|---|
| 投资级 | AAA级 | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。 |
| | AA级 | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。 |
| | A级 | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。 |
| | BBB级 | 短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。 |
| 投机级 | BB级 | 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。 |
| | B级 | 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。 |
| | CCC级 | 短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。 |
| | CC级 | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。 |
| | C级 | 短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。 |

注：除AAA、CCC及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

| 等级 | 含义 | |
|----|-----|--------------------------|
| A等 | A-1 | 最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。 |
| | A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| | A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B等 | B | 还本付息能力较低，有一定违约风险。 |
| C等 | C | 还本付息能力很低，违约风险较高。 |
| D等 | D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。