



# 辉山乳业： 让“浑水”来得更猛烈些

外有浑水搅局，内有盈利滑坡，辉山乳业如果要想让市场相信，自己目前的经营状况一切正常，需要找回元气。

文 | 本刊特约记者 孙斌

依靠从田园到餐桌的模式，怀揣从港股回归A股梦想，却不幸遭遇到“做空”突袭。在诸多质疑声中，辉山乳业迎来了2017年，只不过开年不利。

2016年12月16日和19日，Muddy Waters Research（下文简称“浑水”）发布了两篇针对中国辉山乳业的报告。

浑水，是一家专门以发布中概股财务造假调查报告而闻名的做空机构，自2010年6月起，浑水公司发布报告，先后质疑准东方纸业、绿诺国际、中国高速频道、多元环球水务、嘉汉林业等许多在美国上市的中国概念股公司存在财务造假、合同不实等欺诈投资者行为，并导致这些公司业绩受损或退出美股，浑水也以“中

概股杀手”而声名鹊起。

在此次的狙击战中，表面上看，双方两度交手之后，浑水未占上风，其“做空”辉山乳业股价的计划并未达成。但对辉山乳业而言，能在短期内实现 A 股上市的心愿却落空。原因在于，尽管质疑都一一解析，公司股价也相对平稳，但浑水所列举的问题也并非空穴来风，三聚氰胺事件后，乳业公司在国人眼中可信度已经大打折扣，一点风吹草动都会让其丧失市场认可，这或许比股价的波动更为让辉山乳业担心。

## 两轮过招

辉山乳业发端于辽宁，多年来重心始终放在东北市场，但这家企业也有自己的特色，被称为中国垂直整合度最高的乳品公司之一，拥有中国第二大的奶牛牛群。

作为垂直化企业，辉山乳业从事不同农产品比如苜蓿草、玉米青贮和燕麦的种植及加工，用其自产的苜蓿草和玉米青饲养乳牛，而公司的液态奶（UHT 奶、乳饮料、酸奶及鲜奶）和奶粉产品（植脂奶、D90 脱盐乳清粉和婴幼儿配方奶粉）均由其自有农场生产的原奶生产。

这种模式，被归纳为“从田间到餐桌”，为的是最大程度避免食品安全事故。而辉山乳业，也希望以这种模式，在缺乏诚信的中国乳品业站稳脚跟。

这种模式果然也得到了市场的认同，2011~2014 年，辉山乳业的营业收入年复合增长率达到 111.3%。其销售额从 3~4 亿元的公司迅速扩张至 20 多亿元。

而模式和收入，恰恰也是浑水公司找到的两个做空点。

在辉山与浑水的第一轮过招中，浑水先质



来源：根据公开资料整理

疑辉山乳业长期从第三方购买大量苜蓿，却谎称苜蓿饲料基本上是自给自足，存在财务欺诈行为，利润造假。随后，辉山乳业在回应中否认了这一点。

而在随之而来的第二份报告中，浑水提出三个问题：第一，辉山的乳牛单产故事是虚假的；第二，辉山的销售额因产品售价提升而有所增加纯属造假；第三，辉山声称其原奶平均售价高于市场整体平均售价是造假等。



辉山乳业则表示，公司已经核实国家税务总局官方数据，最终数据与同年在国家工商总局备案的数据完全一致，这与浑水报告中提及的数据是相悖的，而在国家工商总局备案的数据是不需要内部交易抵消后的。此外，针对原奶售价的质疑，辉山也以香港证券交易所上市的两家可比牧业公司为例，进行了反驳。

### 祸端何来

可以说，两个回合即结束战斗，只能算是浑水的一场闪电战。但之所以仍受到市场的强烈关注，是因为这是继2014年12月，浑水指港股上市公司奇峰国际借并购假象夸大收入之

后，时隔3年再次把目光投向中国企业。

如果盘点一下浑水此前“猎杀”的中国企业名单，会发现两个共同的特点：第一，业绩屡屡超出预期；第二，总能从关联企业中发现问题。

而此次，辉山乳业引发浑水质疑的原因，很大程度上与第一个特点有关——在整体市场不景气的情况下，这家公司业绩增长可谓超乎寻常。

数据显示，由于整体市场疲软，另外几家在香港上市的奶牛养殖与奶业公司正经历着业绩的严重下滑甚至出现亏损。如同样拥有奶牛养殖业务的现代牧业，其在2016年上半年收



入同比减少 8.5% 至 22.29 亿元，利润亏损 5.66 亿元。

另一家上市公司蒙牛乳业则下降更多——销售收入 272.6 亿元，同比增长 6.6%；毛利润为 91.81 亿元，较去年同期增长 12.8%；上半年实现净利润 10.77 亿元，较去年同期的 13.39 亿元下滑 19.5%。

但辉山乳业不同。2016 年 11 月 30 日，辉山乳业曾对外公布半年度财报，截至 2016 年 9 月 30 日，辉山乳业整体营收为 25.164 亿元，同比 2015 年同期增长 17.7%，其中，液态奶产品的整体销售额逆市增长 29.1%，集团整体毛利率达 51.7%。

这个大大领先于行业平均水平的成绩，既得益于其垂直化的模式，也离不开上市后的对外合作。

从 2011 年上市后，辉山乳业扩张步伐开始加快，并拉到了伊利 5000 万美元（约 3.1 亿元人民币）的投资。此后，辉山乳业又与全球十大乳制品公司之一的荷兰皇家菲仕兰成立各持一半权益的合营公司，藉以在中国生产、推广及销售婴幼儿配方奶粉。

俗话说，背靠大树好乘凉，辉山乳业显然希望通过与巨头的合作获得更多潜在的收益，以提升自己的身价。

## 借力反击

但同样在上述半年报中，另一个数据更值得警醒——由于销售价格下滑严重，公司净利润降至 6.18 亿元人民币，同比下降 17.02%。

造成的这个数据的原因，被辉山乳业归为奶粉销售。截至 2016 年 9 月底的六个月，辉山乳业奶粉合计销售均价从 2015 年同期的 76138 元 / 吨下跌到 25073 元 / 吨，降幅超过

60%。

辉山乳业在财报中称，奶粉销售收入在辉山乳业的总销售额中占比虽然不高，但平均销售价格的急剧下滑反映出整体市场环境的疲软，这一点值得格外关注。

全球企业增长咨询公司 Frost & Sullivan 曾预测，2013 年中国东北原奶需求最多达到 150 万吨，但 2014~2016 年间，中国东北地区的消费者（甚至整个中国）将消耗更多鲜奶和酸奶，中国东北部的原奶供应增长有望超过需求增长。因此，可以预计中国东北的原奶价格在不久的将来仍将受压。

当下，Sullivan 在多年前的预测现已成为事实。伊利也在 2016 年与辉山乳业分道扬镳，虽然伊利声称，退出不影响双方合作关系，但行动已表明伊利对东北原奶市场的未来发展持谨慎态度。同时，辉山乳业与菲仕兰也仍然处于未开花结果的状态中。

如果要想让市场相信，自己目前的经营状况一切正常，并能在市场环境下滑中实现逆势增长，辉山乳业需要找回元气。

与其靠外部的支持，往往不如自身的造血能力来得可靠。浑水公司此次的过招虽然产生影响，但历史上，不乏被做空后不仅彻底洗冤，还换取股价劲升的逆袭案例。

比如 2011 年的展讯公司，在被做空后第一时间进行了股票回购计划和派息计划，证实了自己良好的财务状况，并扩大自身的影响力。辉山乳业同样可以祭出此招，先把此次事件的负面打击变成正面应对，给投资者留下印象，下一步，可以借助资本、合作等各种方式筹集资金，扩大企业规模，增加企业知名度，最终实现产品结构升级，以达到改善内在的目标。☐

与其靠外部的支持，往往不如自身的造血能力来得可靠。浑水公司此次的过招虽然产生影响，但历史上，不乏被做空后不仅彻底洗冤，还换取股价反升的逆袭案例。