

停牌2年多后被强制退市，400亿港元市值终成过往，“辽宁首富”董事长成老赖。重组计划遥遥无期，背着242亿元债务的辉山乳业何去何从？

深陷逾百亿债务危机2年后，曾创港交所史上单日最大跌幅的辉山乳业迎来了“最后通牒”。

12月18日晚间，香港联合交易所公告称，自2019年12月23日上午9时起，中国辉山乳业控股有限公司（06863.HK，以下简称“辉山乳业”）的上市地位将根据除牌程序予以取消。

一众投资者震惊又惋惜。

自2017年3月24日暂停买卖前，辉山乳业曾作为东北最大的民营企业之一，旗下共涉及80多家公司，合计4万多员工。同时查阅辉山乳业历年财报数据，停牌前企业逐年平均营收规模约为57亿元，净利9亿/年。

直到今天，仍有不少消费者没能从当年“暴跌停牌”的余波中缓过劲来，纷纷感慨，“辉山的牛奶一直喝，不存在质量问题。尤其在沈阳本地，其品牌价值也不错，怎么就出问题了呢？”

半小时市值蒸发322亿

“是资金链断了。”

2017年3月23日，在辽宁省金融办紧急召开的债权人临时会议上，辉山乳业实控人及董事长杨凯公开承认目前公司面临的重大危机。

拉来省金融办背书，杨凯想必是走投无路了。

会议约3日前，辉山乳业集团突然通知各银行称，因公司副总裁葛坤突发疾病，资金无法及时调度，将不能按时偿还部分银行利息。再加上市场传言，辉山乳业最大债权人中国银行审计发现上市公司单据造假、账上30亿元资金被挪用等一系列事件，瞬时引发各债权人警觉。

据“财新”自债券行人士处获悉，当日参会的债权机构实际多达70余家，包括23家银行、10多家融资租赁公司及部分P2P、私募机构，金融债权预计至少在120亿元-130亿元，中国银行、工商银行、平安银行、九台农商行等均陷其中。

会议主旨强调“金融维稳”。政府要求辉山乳业出让股份，金融机构不记录征信不保全不诉讼，同时，政府出资逾9000万购买辉山乳业一块土地做为资金注入并成立债券委员会。

杨凯也当场承诺，公司将出让部分股权引入战略投资者，通过重组在一个月之内筹资150亿元，解决资金问题。

怎料，纸包不住火。

次日上午11点半，辉山乳业股价忽然急速暴跌，至中午12时收盘于0.42港元/股，较前一日收盘价2.80港元跌去85%，创下港交所史上最大跌幅，半小时322亿港元市值灰飞烟灭，仅剩56.6亿港元。

2017年3月24日辉山乳业股价。图片源自东方财富网。

据港交所公布的港股通持股数据看，暴跌发生前一星期内，内地投资者持续净买入辉山乳业股票，暴跌当日，买入合计1.26亿港元，卖出仅198万港元。内地股民通过港股通所持股权比例超过7%，总市值逾27亿港元，却皆在半小时内化为泡影，投资者们甚至无路可逃。

### 高杆杠护盘

投资者们十分纳闷，辉山乳业平均每年正向收入近60亿元，且保持逐年盈利；董事长杨凯更是凭借公司的出色业绩，于2016年一跃而成辽宁省首富，跻身胡润百富榜第66位，为何资金链说断就断了？

2016年12月16日，杨凯正准备着在来年胡润百富榜上再往前冲几个名次之时，美国知名做空机构浑水（Muddy Waters）首先发起了公开质疑，三日内接连发布两份做空报告，直指辉山乳业盈利造假、夸大资本开支，且实控人杨凯存在资金挪用及关联交易，企业价值接近于零。

后证实，2015年9月，辉山乳业公告以8320万元收购沈阳兆基投资，该公司主要持有一些从事环保和可再生能源企业股权，背后卖方为杨凯及其子杨佳宁。

其次，截至2016年3月31日辉山乳业财报数据显示，账上有超过三个月定期存款金额总计20亿元。彼时，公司总资产295亿元，合计负债171亿元的情况下，账上却躺着20亿元定期存款，再联想市场传言杨凯挪用30亿元投资沈阳房地产，债权人疑惑丛生。

可也有专家分析，自2013年至2016年9月30日，公司经营业务活动的现金流净额一直增加，从最初的600万，到2016年半年报的3000万，可以初步判断并非是企业经营直接导致的债务危机。

且经过多年布局，辉山乳业早已形成包括牧草种植、奶牛饲养繁殖等偏重的全产业链发展模式。

“近60%的资产负债不算特别离谱，即使挪用数十亿资金短暂无法收回，也不至于落得如今这步田地，”有分析人士表示，最终压倒辉山乳业的，还是其持续“高杆杠护盘”。

2013年9月，辉山乳业成功赴港IPO，成为香港历史上消费品行业IPO第三大企业，募集资金78亿元。随后，企业开启大规模扩张，发起从区域品牌走向全国性乳品企业的信号，相继在山东、河北、四川等地布局，也导致自2014年起，其后三年营收逐年增长，利润却接连下滑，引发投资者接连抛售。

辉山乳业2013年-2016年9月30日营收概况。

本就觉得港股市场融资能力未及预期，再而面对沽空压力，杨凯选择持续增持股权。机构投资者抛售多少，皆悉数吸收，只为稳定股价。

公开数据显示，2015至2017年，集团大股东持股比例自46%一路攀升至73.21%。这也正使得，辉山乳业在这一轮浑水招招致命的做空中仅下跌2%左右。

有市场人士估计这部分  
维系股价的资金为50亿-60亿港元。

三年间，辉山乳  
业股价持续被高估，市盈率从1  
0多倍上升至60多倍

，加上财务数据存在疑问，股票又被大量质押给银行获得融资增持，这个过程中杆杠持续加高，最终崩盘。

谁来接盘？

当初欲一个月内筹资150亿元并辅以债务重组纾困，如今停牌两年多，等来的却是退市宣判，或许辉山乳业的债务危机远不止表面所示的那么简单。

2017年8月初，据“财新”报道，辉山乳业出具了一稿债务重组方案，提议以体系内外资产全部抵债，由债权人组成新公司，但要让渡一部分新公司股权给现管理层。按此方案，境内外债权人清偿率为14%-20%。

该方案最终没有通过，主要原因在于，中介机构进入审计过程中，发现2016年9月至2017年3月，从辉山集团账上流出到杨凯控制的其他企业资金有82亿元，而这部分资金调动，又被杨凯表示，其实际都由公司执行董事葛坤在职时所安排，而葛坤自浑水做空后，便一直以“工作压力变大，希望休假且董事会别联系”为由失联至今，查无对证。

既无法追究近百亿资金不明去向，还要在新的重组方案中让渡股权给现管理层，债权人拒绝继续由杨凯作为辉山乳业实际控制人任何重组方案。

直至2019年2月，辉山乳业再度发公告表明提交重组计划，最终以银行为主的普通债权人与财产担保债权人反对比重超过50%而被否，重组计划便迟迟不得通过及落地。

随后的5月，有媒体报道称，伊利乳业或将以15亿元入主辉山乳业，成为后者新的重组方，但也不了了之。

按照此前的资产重组方案显示，截至2019年1月中旬，辉山乳业确认的债权金额（即辉山乳业债务额）为242.18亿元，其中，经营类普通债权人（贸易商与上下游供应链公司）总计债权金额约58.05亿元；小额敏感类普通债权人（主要是通过资管计划或理财产品认购辉山乳业相关债权的个人投资者）总计债权金额约为7.19亿元；银行等金融机构债权人的债权金额约为130亿元。

对此，中国食品产业分析师朱丹蓬表示，“即使辉山乳业仍具备在产业链以及产品端的整体优势，但其本身债务复杂且沉重，加上浑水的做空，对于企业来说，相当于进入到万劫不复的地步。就目前来看，伊利接盘的难度还是非常大的。”

12月18日，因一直未能提交任何复牌建议，辉山乳业被取消上市地位，其公告称，自2019年12月20日起，尽管股票仍然有效，该股份将不再继续上市，亦不再于联交所买卖。

曾经举万顷之力维系风光的壳，如今早已做烂，弃之也未可惜。只是，如果连以伊利的体量接手都有困难，辉山乳业又如何能在业务协同的情况下，找到更大的金主？

本文源自无冕财经