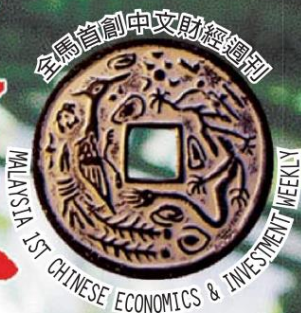


DATE: 7 MARCH 2016
PUBLICATION: THE BUSY WEEKLY
SECTION: BUSINESS
HEADLINE: THE MAKEOVER OF POULTRY STOCKS
CATEGORY: COMPANY NEWS

資匯



THE BUSY WEEKLY Vol.367

PP14951/05/2013 (032096) 2016.3.7-2016.3.13 (每週一出刊) 西馬 RM3.50 | 東馬 RM4.50

家禽股變天



股匯天地
CAPITAL MARKET

ZH16 中國計劃減產 當局嚴厲查稅
鋼鐵股苦中一點甜

ZH4 伙拍日本雅瑪多搶進印尼
吉運進軍東盟展拳腳

ZH5 初嘗紅牛甜頭
義利業績提神



ZH8 黃惠康: 不因TPP生嫌隙
馬中經貿好夥伴

过去一个多月, 大马股市的家禽股吹起一股求变风, 3只家禽股先后宣布引进外资, 力求突破现有困境与谋求更大发展空间。

首先开炮的是CAB机构 (CAB, 7174)、接下来是丽鸿 (LAYHONG, 9385) 与陈兄弟格尼资源 (DBE, 7179)。

有趣的是, 3家公司找到的新金主皆来自不同国度。CAB机构伙拍印尼三林集团、丽鸿联手日本火腿有限公司 (NH Food)、陈兄弟格尼资源则和数家台湾企业合伙。

3家公司中, 有些打的是海外市场的主意; 有些则是瞄准国内下游市场。

这一股变革风潮, 会对家禽股带来怎样的冲击与推动?

zh13-zh15

鸡肉是最便宜的动物性蛋白质来源，鸡只全身上下都有可用之处，甚至连排泄物也能用来发电。家禽这个古老的行业在大马股市，却往往被投资者忽略，直到去年才开始引起关注。

在经历2015年一轮股价涨潮后，家禽股与外国企业合作的新闻不曾间断。当中不乏业绩稳定的老牌企业，亦有营运不佳的仙股。

本地家禽业者频频获得外資的青睐，是意味著大马鸡肉市场仍商机无限，又或是面对瓶颈，必须争取机会冲出海外？

领先出场与外企合作的是北马最大养鸡商——CAB机构（CAB，7174），在去年12月7日宣布与印尼三林（Salim）集团在印尼成立一家综合家禽联营公司，供应当地的鸡肉。

紧接着是之前与家禽股老大全利资源（QL，7084）爆发股权争夺战的丽鸿（LAYHONG，9385），在1月11日与日本火腿有限公司（NH Food Ltd）签署备忘录，将在12个月内于大马成立联营公司，出口加工食品至新加坡、日本等海外市场。

丽鸿也在2月4日宣布，向OCR公司（OCR，7071，主板消费股）等人，收购在泰国宋卡2座工厂及1家办公楼，配合进军当地市场的计划。

最新公布企业活动的，是陷入10年亏损漩涡的陈兄弟格尼资源（DBE，7179，另有详文分析）。该公司在2月22日与台湾7家公司签署备忘录，进军本地零售餐饮领域，透过特许经营（Franchise）方式售卖炸鸡食品。

除了策略性合作，这些外国企业有意买进合作夥伴20%或以上的股权，为本地家禽股增添引入外資的热烈意愿。

《资汇》曾在去年3月（第317期）针对家禽股大涨的趋势做出报导，当时结论是玉米和大豆价格大跌降低饲料成本，推高了养鸡业者的涨幅。

本次3家公司不约而同迎来外国新股东，为何他们如此看好本地家禽业？《资汇》今期走访其中2家公司，即CAB机构与陈兄弟格尼资源，在第一时间听听2家公司对家禽股当前的新格局的看法与意见。

“ 大马肉鸡市场已经接近饱和水平。接下来的大趋势，除了往外发展，就是将重心转至下游领域，否则很快会被市场淘汰。 ”

本地市場趨飽和 家禽股引外資求外闖



大马家禽股估值

上市公司	市值 (百万令吉)	每股净资产 (令吉)	股价 (令吉)	股价对账面 价值 (倍)	本益比 (倍)	年头至今 涨幅 (%)
全利资源 (QL)	5516.30	1.27	4.400	0.29	27.56	3.03
丽鸿 (LAYHONG)	531.30	3.00	9.200	0.33	24.82	46.50
潮成资本 (TEOSEN)	362.70	0.66	1.220	0.54	8.27	-19.87
发来资源 (HUATLAI)	354.80	2.86	4.550	0.63	9.52	4.36
CAB机构 (CAB)	263.40	1.19	1.720	0.69	16.29	9.55
LTKM (LTKM)	200.40	1.70	1.540	1.10	5.76	-0.65
宾威 (PWF)	92.10	2.88	1.240	2.32	14.06	-0.80
德平棧公司 (TPC)	79.00	0.31	0.395	0.78	12.93	5.33
农佳 (FARMBES)	43.40	1.28	0.710	1.80	亏损中	9.23
陈兄弟格尼资源 (DBE)	38.70	0.06	0.050	1.20	亏损中	-9.09

*截至3月1日闭市 资料来源：《彭博社》



供需失衡 赚幅不稳定

CAB机构董事经理蔡云鹏指出，大马虽是全球人均鸡肉消费量最高的国家之一，但供应却远远超过需求，导致中小型业者不易生存。

由于从孵化到成鸡只需1、2个月，生鸡短期的价格相当波动。

根据大马农业部的资料，2014年大马共生产150万公吨的家禽（鸡肉和鸭肉），比143万公吨的需求量高出4.9%，是所有肉类中供应过剩最显著的一项。

「尤其是饲料价格走低时，一些鸡农会饲养更多鸡只。积少成多，2个月后的市场供应会明显增加，拖累市价。因此，饲料价格走低，有时候未必是好事。」

大马每年人均家禽消费量达到47公斤，在西马更是去到了53公斤，上升潜能有限。因此业者纷纷表示，只有严厉的成本控制，以及凭借规模优势，才能在这领域立足长久。

此外，为了防备鸡瘟或禽流感的侵袭，养鸡场必须分散在不同地区，避免一子错全盘皆落索。

「供需失衡导致生鸡价格不稳定，加上受到大宗商品走势的影响，家禽业者很难在每个季度都维持稳定的赚幅。有鉴于此，基金经理往往会避开家禽股。」

但蔡云鹏也强调，若以1年时间为准，CAB机构每年都能维持盈利成长，显示家禽业并没有所谓的长周期性质。

除了赚幅不稳定，人力资源同样是业

者头痛的问题。本地人普遍上都不愿投入这个领域，让养鸡业成为最依赖外劳的行业之一。

「若政府调高外劳人头税，我们也只能将额外的成本转嫁至消费者身上，毕竟我们也没有自行吸纳的空间。」

另一边厢，陈兄弟格尼资源董事经理陈善发亦把养鸡业形容为农作物生意，赚钱与否必须「看天吃饭」。

「这门生意的不确定性太高，基本上是被大宗商品价格牵着鼻子走。」

事实上，尽管连续10年亏损，但陈兄弟格尼资源每年的营收皆有成长，证明该领域属于「常做常有」的生意。但管理层效率相当关键，否则只是做多亏多。

蔡云鹏和陈善发都强调，大马肉鸡市场已经接近饱和水平。接下来的大趋势，除了往外发展，就是将重心转至下游领域，否则很快会被市场淘汰。

但家禽业要冲出海外亦不容易，运输、卫生和监管都是一大挑战。因此直接与外国企业合作，是最好的途径。

东盟国家当中，泰国已经是全球第4大鸡肉出口国，已属红海市场。相对之下，印尼的人均鸡肉消费量只有7公斤左右，庞大的上升空间，成为了兵家力争之地。

此外，人口和经济成长迅速的印支半岛（柬埔寨、越南、缅甸与寮国），也是潜在市场之一。

蔡云鹏透露，外資进入东盟首选立足

2014年大马家禽（鸡鸭）供需统计

	肉	蛋
产量（百万公吨/百万粒）		
-马来西亚	1.50	11.96
-西马半岛	1.36	10.44
消费量（百万公吨/百万粒）		
-马来西亚	1.43	9.92
-西马半岛	1.29	8.46
供应对需求比例 (%)		
-马来西亚	104.87	120.55
-西马半岛	105.90	123.44
每户每年消费量（公斤/粒）		
-马来西亚	47.12	328
-西马半岛	53.35	351

资料来源：大马农业部

■《资汇》制图

点是马来西亚和新加坡，但后者的成本要高出不止，人口成长空间也有限。

外資看中大马优势

与陈兄弟格尼资源合作的台企认为，若企业要在东盟站稳阵脚，大马毫无疑问是最好的踏脚石。

台企代表之一，均朋国际公司总经理徐振楠向《资汇》指出，对食品业者来说，能在大马获得清真认证，对未来进军中东市场也加分不少。

「大马在全球伊斯兰市场拥有领先地位，只要能拿下这里的穆斯林市场，未来要在伊斯兰世界发展的阻碍无疑大幅降低。」

被问及令吉汇率走低是不是外資接洽大马家禽公司的催化剂，徐振楠认为这可能性不大，因为谈一宗合作往往须用上1至2年时间。

「以我们为例，2年前令吉兑美元还企于3.80水平时，初步合作就开跑了。再说，若大马没有特殊优势，即使货币跌得再低，外資也不会有兴趣。」

配合本期封面，《资汇》针对CAB机构和陈兄弟格尼资源的最新企业活动及未来发展计划，个别专访了蔡云鹏和陈善发。2家公司上市10年左右，核心业务都是生鸡销售。前者为默默耕耘多年的冷门股，近期开始寻求突破；后者则从2004年上市以来一路走下坡，目前正酝酿打一场翻身仗。

與三林合作最大契機 CAB機構3年見成果

「我们已经沉睡了20年，雄鸡是时候醒了，引领公司迈向新的里程碑。与三林集团（Salim）的邂逅是公司最大的契机，成果将在3年后看到。」

这是CAB机构第二代当家蔡云鹏，向《资汇》放出的明确讯息。蔡云鹏是CAB机构创办人兼执行主席蔡亚味的儿子，2000年从商业系毕业后，开始加入公司出任重要职位。

股价在过去一年上涨65.7%的CAB机构，去年与三林集团签署备忘录，在印尼成立综合家禽联营公司。双方持股比例为10%：90%，但CAB机构可在3年内将持股率提高至30%。

「逐步增持股权对我们的现金流较为有利，况且设厂也需要时间，前3年估计不会有盈利。」

该联营公司预计每月可生产400-500万只鸡，接近CAB机构目前的产量。三林集团是印尼最大企业之一，在1997年前曾垄断该国多项行业。该集团在印尼拥有超过1万家便利店，以及500间肯德基（KFC），同时也是全球最大快餐面Indomie的生产商。

「由于仍处于初步阶段，我们无法预计，这项合作能带来的盈利贡献。但可以肯定的是，有三林集团在饮食界强大的网络和内部需求加持，联营公司不愁没有生意。」

在双方的协议下，三林集团将通过私下售股，以每股2.07令吉或总值3118万令吉，买下CAB机构9.1%股权。

与此同时，三林集团已经透过公开市场和场外交易，买进12.4%的股权。

私下配售完成后，三林集团的持股率估计会去到21.5%，成为CAB机构第2大股东。

除了海外市场，CAB机构也积极扩充本地产能，巩固在本地家禽业的地位。CAB在

2月5日向农佳（FARMBES，9776）献购位于的马六甲的鸡肉加工厂、柔佛的仓库、6个养殖场和28个养鸡场，收购资金估计为2亿4200万令吉，预测会在今年年底完成。

市场对此项献议的忧虑是，CAB机构高达1.05倍的负债率（三林集团认购股权后会降至0.74倍），能否应付庞大的收购资金。

晋身三大肉鸡生产商

但一名行内人士透露，三林集团将会介入这笔交易，CAB机构在资金上不会面对太大问题。

蔡云鹏指出，公司目前的负债率仍处于可接受水平，毕竟公司还在高速成长的阶段，不进则退。

MIDF研究分析员估计，在成功收购农佳资产后，CAB机构的肉鸡产量可提升41-45%；市占率从目前的8.5%，提高至13.0%，成为全马三大肉鸡生产商之一。

去年4月份完成收购的东发家禽公司，会在2016财政年做出明显贡献，占CAB机构目前14%的产量。受益于新元走强及当地行情，当地的肉鸡平均售价比大马高出1倍以上。

MIDF分析员预测，CAB机构2016财政年净利按年上升74.1%，至2790万令吉。

该分析员给予CAB机构2.29令吉的目标价，相比最新闭市价1.69令吉，上涨空间35.5%。



今年考慮派息

尽管最新出炉的业绩不理想，但蔡云鹏强调，首季为公司传统弱季，参考价值不大。2016财政年营收目标为11亿令吉，而大宗商品价格料会继续承压，保护公司成本和利润。

CAB机构2016财政年（9月30日结账）首季亏损按年扩大29.3%，至419万令吉；营收按年增35.0%，至2亿5370万令吉。

「3年后，我们估计营收能够达到18亿令吉水平。管理层也会专注于赚幅更高加工食品，未来该部门的营收贡献比例，将高于目前的20%。」

他也透露，2006年以来不曾派息的CAB机构，董事局正考虑在今年开始派息，回馈股东。

非核心业务方面，CAB机构新的再生能源部门，以及手上的一些地皮，都是股价的潜在催化剂。

CAB机构在去年3月宣布与日本新化学贸易公司和斯里吉打私人有限公司，在占地12.1公顷的土地上，打造鸡粪发电厂。

「我们计划将电力卖给国家能源（TENAGA，5347，主板贸服股）及海外机构，发电厂预计在2018年开始营运，届时可做出显著贡献。」

蔡云鹏也表示，公司未来会利用现有地皮发展产业项目，但须先等待产业市场回温。

「我们有接获不少产业公司的献议，以联营形式发展土地，但赚幅不高。因此，未来我们会自行充当发展商，释放手上产业的价值。」

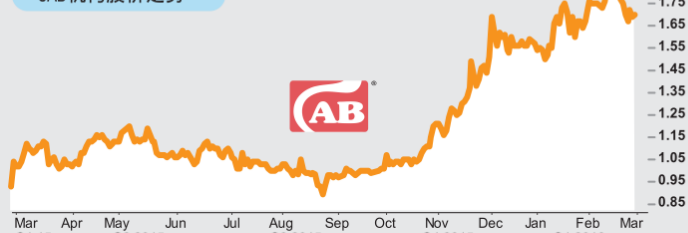
根据2015年报，CAB机构在北海拥有不少养殖场和空地。无论如何，由于大部份产业在2012年后已作出重估，相信短期价值上涨空间有限。

CAB机构业绩表现

财政年（9月30日结账）	2016首3个月	2015	2014	2013	2012
营收（百万令吉）	253.70	891.69	672.41	609.00	534.55
净利（百万令吉）	-4.19	16.04	11.17	11.94	-3.01
赚幅（%）	-1.65	1.80	1.66	1.96	-0.56
每股盈利（EPS，仙）	-2.79	11.54	8.49	9.07	-2.29
每股净资产（NAPS，令吉）	1.19	1.22	1.16	1.07	0.98
股本回报率（ROE，%）	-	8.71	7.33	8.43	-2.32
净负债率（倍）	0.92	0.84	0.64	0.68	0.77

资料来源：公司年报、大马交易所

CAB机构股价走势

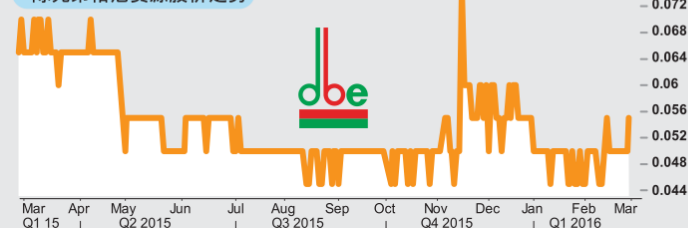


陈兄弟格尼资源过往业绩表现

财政年（12月31日结账）	2015	2014	2013	2012	2011
营收（百万令吉）	119.55	157.08	153.02	139.11	134.78
毛利（百万令吉）	5.71	0.65	9.19	-2.99	12.03
毛利赚幅（%）	4.78	0.41	6.01	-2.15	8.93
净利/净亏损（百万令吉）	-10.75	-10.18	-0.51	-2.46	-5.79
每股净利/净亏损（仙）	-1.40	-1.51	-0.08	-2.30	-1.10
保留盈馀/累积亏损（百万令吉）	-16.71	-32.12	-23.64	-33.36	-17.88
每股净资产（令吉）	0.06	0.08	0.10	0.10	0.10
净负债率（倍）	0.44	0.40	0.41	0.58	0.75

资料来源：公司年报、大马交易所

陈兄弟格尼资源股价走势



台企将为陈兄弟格尼资源在大马打造「HARUMI」炸鸡品牌

台企助轉型 陳兄弟格尼能翻身？



蔡云鵬
CAB机构董事经理



陈善发
陳兄弟格尼
资源董事经理



■《资汇》制图

说起陈兄弟格尼资源（DBE，7179，主板消费股），不少投资者会锁紧眉头，脑海浮现不好印象。相比2004年的首次公开发售（IPO）价格1.20令吉（经调整为0.74令吉），该公司股价已插水9成以上，若持股至今损失惨重。

差劲的业绩表现，是股价长年受压的主因。在连续10年亏损后，截至去年12月陈兄弟格尼资源的累积亏损高达1671万令吉；面值也由原本的50仙，被大幅削减至1仙。

营运效率多年来无法改善，加上毛利赚幅受限，管理层痛定思痛，将业务重心转移至下游领域。在今次转型路上成功迎来台湾的「白武士」，陈兄弟格尼资源能否打出一场漂亮的翻身战，改变市场的固有不良印象？



特許經營方式賣清真炸雞

陈兄弟格尼资源是在2月22日宣布，与7家台湾企业签署备忘录，联手进军本地餐饮零售市场。

7家企业为兴鲜企业、钧朋国际、美味王、立盈科技、超勇敢科技、福鑫国际和索拉泰克，分别来自饮食和行销相关领域。

在这项计划下，台企将为陈兄弟格尼资源在大马打造「HARUMi」炸鸡品牌。透过特许经营（Franchise）授权方式，目标在3年内于西马拥有3000个档口、300辆流动贩卖车和30家餐厅。

陈兄弟格尼资源董事经理陈善发相信，通过这项合作，公司得以在2016财政年（12月31日结账）取得更高的毛利赚幅，并成功扭亏为盈。

「未来3年公司的营收会降低至1亿令吉水平，其中来自HARUMi的贡献比重将从33%，逐年上升至100%。尽管生意额相对减少，但赚幅将大幅提高，HARUMi的毛利赚幅估计高于20%。」

该公司在2015财政年营收和净亏损分别为1亿1955万令吉和1075万令吉，毛利赚幅只有4.8%。

换句话说，若这个如意算盘打得响，3年后陈兄弟格尼资源生产的所有加工鸡肉，都将只提供给HARUMi。而HARUMi的营销、推广和营运活动，将由7家台企一手包办，初步合作协议长达6年。

陈兄弟格尼资源会从营收中拨出5%给台湾合作夥伴，作为顾问和机器租赁费用。而台企则透露有意通过公开市场或其他途径，买下陈兄弟格尼资源20%的股权，成为大股东之一。

据《资汇》了解，台湾企业的总投资额约为5000万令吉。尽管目前只签署了备

忘录，但这项合作准备了2年之久，所需的设备和技术都已转移至公司厂房。

而早前在霹雳安顺试跑的3家HARUMi档口，成功在一个月內賺回3500令吉的投资成本，取得良好开端。

HARUMi的行销团队、商家、顾客都会以穆斯林为主，并会在未来瞄准东盟和中东市场。

「如无意外，HARUMi有信心在今年3月获得清真认证（Halal），成为国内首个拥有此项认证的炸鸡食品连锁档口。加上优良的鸡肉品质和具竞争力的价格，都是陈兄弟格尼资源与HARUMi最大的优势。」

陈兄弟格尼资源目前的客源多为高端用户，如医院、快餐店和航空公司，对鸡肉尺寸和卫生都有严格标准。

举个例子，陈兄弟格尼资源日前获得了肯德基（KFC）价值5000万令吉的订单，在2016年供应经切割鸡肉。

尽管获得饮食业者的认同，但赚幅仍无法改善，是陈兄弟格尼资源被迫转换跑道至下游领域的原因。

「在家禽领域表现标青的全利资源和丽鸿，都是主攻下游业务如鸡蛋或加工食品，成功闯出一片天。」

由于股价表现一年不如一年，陈兄弟格尼资源目前已沦为马股市值最小的家禽股，基本上处于生死存亡的关键时期。

该公司在2015年12月只剩下43万令吉的现金，短期贷款却高达688万令吉。本次可能是公司绝地反弹的契机，但失败的话，相信是压垮骆驼的最后一根稻草。

理论上，凭借新合作夥伴在台湾的成功经验，以及大马庞大的穆斯林市场，陈兄弟格尼资源还是有不小的突围机会。

但其股价却无法被这项利好消息带

动，频频面对沉重卖压，显然投资者对此仍有所保留。

RCN不利现有股东

除了过往欠佳管理记录，让市场信心全失，2015年10月开始发出的可赎回可转换债券（RCN），亦是投资者不能不注意的。

为了偿还银行贷款及扩充生产线，陈兄弟格尼资源在2015年4月宣布，向新加坡Advance资本夥伴公司发售总值5000万令吉为期3年期RCN。

首批价值1000万令吉的债券，从去年10月开始逐步发售，截至目前已发出了价值约500万令吉的RCN。

这项发债计划对现有股东最为不利的是，RCN持有人能够以最低价（过去45天中，股价最低的3天）再打折20%，转换成新股，换得母股后便可在公开市场上卖出套利，造成大量卖压。

由于这批债券的利率只有2.0%，债权人的利润基本上来自股票套利。此外，合约限定债权人不得持有超过10%的股权，也会加剧卖股的意愿。

以每股3.73仙的转换价计算，若3年内Advance资本悉数转换债券，将会增加13亿4048万股新股，相等于发债前股票数额6亿7333万股的2倍，股票被冲淡程度高达67%！

陈兄弟格尼资源2015年第4季每股净资产从每股净资产从8仙剧减至6仙，元凶之一就是RCN造成股票数额大增。

值得一提的是，截至今年2月5日，陈氏家族只持有陈兄弟格尼资源16%的股权，在RCN转换后料跌至更低。台湾夥伴在转型计划成功后，会不会反客为主，目前仍是个未知数。

資料庫

可赎回可转换债券（RCN）是上市公司集资手法之一，通过发行新债券换取现金。这RCN的利息不高、届满期限较短，并允许债权人以低于市价的价格将债券转换成公司股权。

可转换的股票数额，则视乎股价高低而定，股价越低可转换的数量越多。

在大马频频认购RCN产品的投资者，

正是新加坡的Advance资本夥伴公司。除了陈兄弟格尼资源，该公司也曾以此方式向实质木材产品（Pworth，7123，主板工业股）、世纪软件（CENSOF，5195，主板科技股）、艾德曼讯（IDMENS，0174，创业板）、康尔竹业（KANGER，0170，创业板）和裕丰（YFG，7122，主板贸服股）提供2000万令吉至1亿令吉的资金。

此外，2013年陷入新加坡「小股风

暴」的亚升投资（Asiasons），也在去年4月份向Advance资本发出价值1800万新元（约5350万令吉）的RCN。

由于志不在股权，债权人往往会与上市公司达成协议，手上不可同时持有超过一定数额的股票。因此，上述几只股票在RCN活动后，股价不断往下跌。

从小股东的角度来看，这并不是一个理想的集资方式，只能解决公司的燃眉之急。●

家禽股後續可期

和菜农一样，养鸡业者的生计常会受到供需失调带来的干扰。供不应求时，业者会追加生产，造成后来的供应过剩局面，形成短期的周期循环，常使业者失去盘算。

换句话说，存在一些行业里的所谓旺季与淡季，在养鸡业里并不明显，因为鸡只从小鸡到推出市场，也就只有短短的一个多月，供需调节可在短时间内达致。

因此，一些业者把这不易掌握的异常周期性质，列为大马股市家禽股不受基金经理青睐；也往往被投行与股票行忽略的原因。

一名业者在接受我们记者的访问时更指出，评析家禽股的业绩时不能以单季做准，因为单季业绩往往无法反映家禽股的全面实况，须以全年的业绩来评比与分析。

家禽股近期来的重大变化，会改变基金经理与投行分析员对这类股票的看法吗？

由于家禽股刚启动变革脚步，要在短时间内看到显著成就是不可能的事，因此，要基金经理与分析员在短时间内改变对家禽股看法，亦是不合理期待。

但是，从CAB机构（CAB，7174）、丽鸿（LAYHONG，9385）及陈兄弟格尼资源（DBE，7179）先后找来外资进军海外市场；或垂直拓展下游市场来看，国内家禽股启动的变革，相信迟早会受到基金经理与分析员的关注。

值得注意的是，3只家禽股引进的外资股东分别来自不同国家，计有印尼、日本与台湾。外资与本地家禽股的结合与联手，会擦出怎样的火花，这是未来2至3年里值得期待的发展。

我们除了专访CAB机构与陈兄弟格尼资源的高层，以获得这一轮家禽股掀引变革的最可靠与最新资讯之外，亦评析另一只中工型家禽股宾威（PWF，7134），一次过检视大马股市家禽股的整体概况与最新布局。●