

引KKR火线豪赌白羽鸡产业 圣农发展一体化模式坐享食品安全溢价

□本报记者 任明杰 黄宽

“KKR火线驰援圣农发展！”近日，圣农发展公布非公开发行定增预案，拟以12.30元/股的价格、18%股权的代价，换来KKR24.6亿元的战略驰援。这一足以刷新KKR决策效率的合作背后，是圣农发展独有的肉鸡一体化全产业链模式与KKR食品安全的投资逻辑的完美并线。

圣农发展高层透露，经过瘦肉精事件、速成鸡事件以及最近福喜事件等食品安全危机的洗礼，圣农发展的销售结构有望得到持续改善。随着大客户订单的增加以及行业基本面的反转，圣农发展新一轮产能扩张箭在弦上，而KKR的火线驰援来得正是时候。

两周敲定 火线驰援

7月下旬的一天，圣农发展董事长傅光明正在接待室里等待远道而来的客人。此时，傅光明对接下来发生的一切尚未有任何心理准备，更没有想到两周后他将与这位客人达成一桩引发资本市场广泛关注的重磅交易。

KKR，全球历史悠久、经验丰富的私募股权投资机构之一，在中国先后投资了中国现代牧业控股有限公司、中粮肉食投资有限公司、亚洲牧业控股有限公司等企业。此次，KKR方面人士本来是前往南平市考察一项目，顺便拜访圣农发展，听取一下南平市工商联主席傅光明的意见。接近KKR的人士告诉中国证券报记者，这次会面是傅光明的女儿傅芬芳促成的。

但无心插柳柳成荫。“不光是资本市场感到很突然，连我们自己也感到很突然。KKR来南平的目的根本就不是为了跟我们合作，起初大家坐一块就是闲聊，但聊着聊着就聊到合作上来了，而且特别投机，结果两周之后就敲定了这次合作，签署了保密协议，公司股票也从8月8日起停牌。”圣农发展副总裁兼董秘陈剑华告诉中国证券报记者。

对于这次合作，资本市场从各个方面展开了大胆的想象，双方也签署了《战略合作协议》，表示将在业务发展战略、运营能力和核心运营指标、管理绩效考核机制、资本市场和资本结构优化与资金运用、海外业务与并购等范围内展开合作。但是，由于时间原因，双方合作的方式和具体内容，恐怕仍需要在以后的接触中进一步敲定。

短期来看，KKR方面24.6亿元入股，给圣农发展带来的最直观帮助是降低财务费用和缓解流动资金紧张局面。公司表示，本次发行募集资金扣除发行费用后，10亿元将用于偿还银行贷款，剩余部分将用于补充公司流动资金。

资料显示，截至2013年12月31日，公司合并报表口径的资产负债率为58.81%，高于畜牧业上市公司的平均资产负债率47.73%。截至2014年6月30日，公司流动负债为43.97亿元，负债总额为50.97亿元，负债较高，而如果募集资金到位，按照公司2014年6月30日财务数据测算，公司所有者权益将增加约24.6亿元，合并报表口径资产负债率将降低至45.83%，流动比率和速动比率将大幅改善，增强抗风险能力，并有利于公司降低债务融资成本。

KKR上次投资中国农业引起大的关注，还要数2008年对现代牧业的投资。2008年，KKR对现代牧业进行了首轮约1亿美元的注资，并在2009年追加了5000万美元的投资。现代牧业的规模也从原先的3个牧场、24.4万头奶牛，逐渐发展到22个牧场、近18万头奶牛。2010年，现代牧业成功在香港联交所上市。

知情人士告诉中国证券报记者，当年在确定投资现代牧业之前，KKR与现代牧业的接触有两年时间，而这次投资圣农发展，从接触到敲定合作，仅用时两周，效率之高恐怕要刷新KKR自己的记录。

“KKR是非常理性和成熟的投资者，据我了解，KKR对投资标的的持股期限平均在7.5年，作为一个长期的投资者，KKR绝对不会一时冲动，但既然对圣农发展如此一见钟情，肯定有着无懈可击的理由。”某熟悉KKR的北京PE界人士李海(化名)告诉中国证券报记者。

KKR给中国证券报记者发来的新闻通稿称，鸡肉作为动物蛋白的重要来源之一，其需求呈快速增长态势。台湾和香港地区的鸡肉消费约占整个肉制品消费的近40%，而中国大陆鸡肉消费仅占17%。中国人均鸡肉消费量为每年10公斤，相比于美国的人均43公斤，处于较低水平，仍有较大成长空间。

“从大方向上看，投资圣农发展符合KKR偏爱大消费的投资逻辑，包括KKR在现代牧业、中粮肉食、亚洲牧业等农业领域的投资，以及去年33.82亿元认购青岛海尔10%股份成为其战略股东，都反映了KKR对大消费的偏爱。”李海表示。

事实上，白羽鸡行业经过两年低谷的洗礼后，其投资价值再次凸显。圣农发展表示，受2012年的“速成鸡”、“药残鸡”事件及2013年初的“H7N9流感”事件的影响，国内的白羽肉鸡行业经历了近两年的低迷，加上《畜禽规模养殖污染防治条例》自2014年1月起实施，规模较小、环保投入少、抗风险能力较差的白羽肉鸡养殖企业，正在退出市场，规模大、环保基础好、质量管理规范的大型白羽肉鸡企业，正迎来一个新的发展机遇。

“在国内，肉鸡生产向规模化企业集中已经成为趋势，规模化企业的市场占有率为2007年的12%增加到目前的30%，但与美国等成熟市场95%的集中度相比仍处于较低水平。”KKR全球合伙人兼大中华区总裁刘海峰告诉中国证券报记者。



不“合理”却合情

在众多白羽鸡行业企业中，KKR为什么会偏爱圣农发展呢？

30年前，从当地武装部辞职下海后，傅光明与两个弟弟向银行贷款2万元，买下县供销社十里铺山下的一个连续亏本的养猪场作鸡场，开始创业。30年后，圣农发展已经由一个养鸡场发展成为集上游祖代鸡养殖到下游屠宰加工于一体的肉鸡全产业链大型企业。

相较于“白羽鸡三剑客”的另外两位，圣农发展区别于益生股份的地方在于，益生股份专注于最上游的祖代鸡环节，而圣农发展则对祖代鸡、父母代鸡、商品代鸡以及屠宰加工进行了全产业链的布局；*ST民和虽然在专注父母代鸡的同时也延伸到下游屠宰加工环节，并在上游祖代鸡环节有所布局，但在商品代鸡的养殖过程中，*ST民和采用的是“公司+农户”的模式，而圣农发展采用的则是自繁自养的模式。

实际上，圣农发展是国内白羽鸡企业中唯一一个采用一体化全产业链模式的。“至于为什么会形成这种独特的模式？说实话我也不清楚。有一种说法是，圣农发展最开始创业时只孵化鸡苗，但后来鸡苗卖不出去了，于是干脆自繁自养。又由于福建并不生产玉米，玉米价格也不稳定，饲料是一个很大的问题，公司后来干脆又自建了饲料厂。再后来，就慢慢形成了一体化的全产业链模式。”陈剑华告诉中国证券报记者。

上市以来，圣农发展已累计投资71.29亿元。其中，2009年10月IPO募集资金7.65亿元，募投项目使用资金7.43亿元；2011年5月非公开发行股票募集资金14.71亿元，全部用于募投项目；公司非募集资金投资更是高达49.15亿元。相比较而言，在圣农发展前后上市的*ST民和(2008年上市)和益生股份(2010年上市)，上市以来募集资金和非募集资金投资分别只有1.82亿元和7.46亿元。圣农发展一体化全产业链的发展模式投资之大可见一斑。

在扩张的过程中，资金问题一直是圣农发展努力突破的瓶颈。在陈剑华看来，这种发展模式甚至是“不合理”的。

不管怎么说，正是圣农发展一体化的全产业链模式，成为打开KKR金库的敲门砖。

不过，圣农发展的一体化全产业链模式虽然独特，但从经济学理论上来说却并不科学。陈剑华也承认，“从社会化分工的角度讲，应该是每个社会化的主体专注于自己的领域，然后形成一个有机的整体，这是成本最小，也是最有效率的一种方式。从这个角度讲，‘公司+农户’的模式才是最科学的，包括全球最大的白羽鸡企业美国泰森也是采用的这一模式，虽然它是‘公司+农场’。”相较于“公司+农户”的养殖模式，圣农发展的一体化全产业链模式的缺点主要有两点：一是扩张速度慢，二是投资巨大。”中信证券农林牧渔行业研究员盛夏进一步分析道。

上市以来，圣农发展已累计投资71.29亿元。其中，2009年10月IPO募集资金7.65亿元，募投项目使用资金7.43亿元；2011年5月非公开发行股票募集资金14.71亿元，全部用于募投项目；公司非募集资金投资更是高达49.15亿元。相比较而言，在圣农发展前后上市的*ST民和(2008年上市)和益生股份(2010年上市)，上市以来募集资金和非募集资金投资分别只有1.82亿元和7.46亿元。圣农发展一体化全产业链的发展模式投资之大可见一斑。

在扩张的过程中，资金问题一直是圣农发展努力突破的瓶颈。在陈剑华看来，这种发展模式甚至是“不合理”的。

但是，这种“不合理”的发展模式却又十分的“合情”。“如果全社会都遵守游戏规则的话，那么‘公司+农户’的发展模式肯定是最‘合理’的。但在中国目前国情之下，一体化全产业链的发展模式又是最符合食品安全的生产需要的。所以，它又是最‘合情’的，这也是一体化全产业链的发展模式最大的优点。”陈剑华表示。

中国农业大学农业问题专家毛学峰告诉中国证券报记者，“和国内其他养殖行业一样，白羽鸡行业存在的最大问题是养殖分散。与美国白羽鸡行业90%以上的集中度相比，中国白羽鸡行业的集中度只有30%，70%的白羽鸡养殖掌握在千家万户的小农手中，这就造成了一个非常严重的问题——‘委托+代理’关系所产生的监管问题。2012年底的‘速成鸡’事件便由此导致。虽然美国大多数白羽鸡企业也是采用的‘公司+农场’的模式，但规模化的农场要更容易监管。所以，一体化全产业链的发展模式不失为在中国目前的发展阶段解决食品安全问题的一种可靠手段。”

KKR则正是看中了圣农发展的这一点。“食品安全是KKR在中国进行投资的一个非常重要的主题。圣农发展从养鸡开始到最后宰杀，包括做成鸡肉食品，这种一体化的全产业链对质量的控制，是使它能保证鸡肉质量最重要的原因，也是很少有国内企业能真正做到

的。它们最后出厂的肉鸡，产品达标水平、药残标准，比一般的竞争对手强了很多，真正能达到国际大企业的需求。”刘海峰表示。

回想2008年KKR投资现代牧业的行业环境，时值“三聚氰胺奶粉”事件发生后，食品安全问题上升到前所未有的高度。而奶源安全同样面临的一个问题是绝大多数奶牛掌握在农户手中，顺应政府规模化养殖的要求，现代牧业提出要在在中国前所未有的发展“万头牧场”模式。不难发现，KKR对圣农发展的投资与对现代牧业的投资逻辑具有异曲同工之妙，那就是在国内食品安全问题不断凸显的背景下，投资既能满足食品安全要求又符合中国国情的养殖模式。

当年KKR投资现代牧业成功后，由现代牧业首创的“万头牧场”模式，尽管因环境污染和疫病防控等问题屡遭诟病，但在国内却不断被效仿。在得到KKR的青睐后，圣农发展一体化全产业链模式也会被效仿吗？陈剑华认为，基于特殊的地域环境约束、资金约束和人才约束，加上管理体系以及运营系统等多方面原因，圣农发展模式难以被同行业其他公司简单模仿，“一棵树能做成一大把筷子，但一大把筷子凑起来并不是一棵树。同样，白羽鸡行业在各个环节上做得很好的企业很多，但极少有企业能像我们这样在各个环节都能做好，并能把各个环节有机整合起来。”

危机洗礼 销售改善

最近发生的福喜事件让圣农发展模式站到了又一个节点之上。

7月20日，周日，福喜事件爆发，投资者们开始为第二天相关个股的走势感到不安。果然，7月21日，美国股市开盘后，麦当劳、百胜餐饮、星巴克等受牵连个股股价全线下跌。

但是，远隔重洋的A股市场上，作为上海福喜食品的供货商之一的圣农发展，股价走势却颇为微妙。当日开盘后，其股价一度受到拖累，早盘最大跌幅一度超过6%。但是，很快便止跌回升，收盘时还微涨了0.4%。从7月21日到8月29日，圣农发展股价已累计上涨17.93%。

股价的复杂走势在一定程度上反映了圣农发展应对食品安全危机的能力。尽管圣农发展在福喜事件发生后的7月30日晚间公布的2014年半年报中已经只字不提福喜的名字，但其2013年年报显示，公司是肯德基、铭基(麦当劳指定肉类供应商)的长期合作伙伴和福喜(麦当劳指定肉类供应商)、德克士的核心鸡肉供应商，也是双汇、太太乐等的重要供应商。

据中国证券报记者了解，在2009年上市之前，圣农发展便已经是肯德基的重要供应商；2013年3月28日，公司又与肯德基签订了《鸡肉长期采购意向书》，其下属全资子公司

福建圣农发展(浦城)有限公司成为肯德基的又一个重要供应商。

圣农发展与麦当劳的关系则相对复杂。2010年12月6日晚，圣农发展公告称，将与美国莱吉士公司(福喜集团旗下子公司)共同投资3.35亿元人民币成立合资公司欧圣农牧，其中圣农发展持股51%，并成为中国区内继福喜公司、铭基公司之后的第三个直接向麦当劳提供鸡肉产品的供应商。同时，圣农发展也是福喜公司、铭基公司的供应商。

而在福喜事件发生后，7月21日晚间，中国百胜在其肯德基官方微博上发布声明称，中国百胜决定即刻全面停止向中国福喜(包括上海福喜)的采购；7月28日，对福喜念念不忘的麦当劳中国也发表声明称，“从7月25日起，麦当劳已在全国餐厅全面暂停使用所有福喜中国(包括其合资公司)的食品原料。”

据了解，在圣农发展2013年的总收入中，整个福喜集团采购的份额仅占1.72%，所以对公司影响不大。但是，由于麦当劳的声明中包含了福喜中国的合资公司，欧圣农牧所受影响并未可知。圣农发展2013年年报显示，欧圣农牧实现营业收入6.97亿元，占圣农发展营业收入的14.8%。

不过，正是所谓“他人之砒霜，于我为蜜糖”，从历史经验来看，由于享有一体化全产业链模式所形成的食品安全溢价，圣农发展不但不会受太大的影响，反而有望将从此次事件中受益。

中信证券指出，每一次的食品安全事件都是下游客户调整采购策略，公司优化采购渠道的最佳时机。如“瘦肉精”事件后，双汇与公司签订了战略合作协议，吨价格提升580元；“速成鸡”事件后，肯德基开展了“雷霆行动”，通过六大行动全面强化已有的鸡肉供应商管理体系，公司在肯德基采购量中的占比从17%~18%迅速提升至30%以上；近期的“福喜”事件，预期公司将进一步提升在麦当劳采购中的占比，并有可能替补福喜，直接参与麦当劳的采购。

陈剑华也告诉中国证券报记者，“我也听说麦当劳可能要改变供应商模式。目前，包括中粮、嘉吉以及我们在内的很多供应商都在努力，争取成为麦当劳的直接供应商。”

如果以上假设成真，那么麦当劳等大客户采购量的增加，将使公司进一步增强抵御风险的能力。

在白羽鸡行业遭受的风险中，除了行业的周期性风险外，不可控风险主要是食品安全的

风险和疫情的风险。而从过往的经验来看，行业的食品安全事件往往会使公司在长远的发展中受益，而疫情所造成的行业低迷则会对公司乃至整个行业造成不利影响。

在圣农发展的整体销量额中，对肯德基、麦当劳等快餐企业和双汇等食品加工企业的市场份额约各占30%，也就是说大客户约占60%，市销约占40%，增加大客户的比重，无疑是抵御风险，也是扩大利润空间的必要手段。“从食品安全和抗风险的角度讲，圣农发展的客户结构，也是KKR非常看重的。”李海表示。

从2011年开始，圣农发展的客户结构不断改善。2013年，公司前五名客户合计销售金额占年度销售金额的比例较2012年有所提升，达到46.96%，销售金额合计达22亿元。根据长江证券的跟踪数据，2014年一季度，圣农发展接到肯德基订单总量为12000吨，麦当劳订单总量为4500吨，铭基订单总量为1600吨，双汇订单总量为15000吨，分别较去年同期增长了200%、316%、50%和60%。长江证券预计，圣农发展2014年二季度大客户订单量将达到：肯德基15000吨，麦当劳3000吨，铭基1500吨，双汇18000吨，分别较去年同期增长80%、90%、180%和200%。

内外合力 产能释放

期，全行业面临资金压力乃至倒闭风险，2013年3~4月、7~8月、10~12月完成三次较大规模的去产能过程，2014年继续加速去产能，白羽肉鸡联盟4月、6月连续两次协议淘汰在产祖代鸡，幅度达到30%。截至2014年第31周，全国祖代鸡存栏在154万套左右，已经较去年高峰期下滑25%。

在引种方面，白羽肉鸡联盟在2014年初共同签署引种配额协定，计划将2014年引种量限制在109.7万套(不含圣农发展、泰森)。7月联盟再次下调配额10%至98万套，预计加上圣农发展和泰森，总量不会超过110万套。截至2014年上半年，共计引进大肉食祖代种鸡51.09万套，其中包括圣农发展4.03万套，与去年同期引种量89万套相比，降幅达43%。

在这一背景下，圣农发展无疑迎来了扩大产能的大好时机。但受行业低迷和资金压力的

影响，公司的产能投放节奏一度放缓。目前，公司蒲城项目第一期1.2亿只中首个6000万只已经投产，预计年内屠宰肉鸡4000万只，第二个6000万只正在建设中；政和项目第一期6000万只中首个3000万只年底前投产，预计2014年公司将完成产能3.4亿只。

KKR的及时输血则来得正是时候。“前两年我们只有八成的马力，现在终于可以恢复到十成了。”陈剑华表示，KKR的资金到位后，公司下半年必然会加快募投项目的建设。

根据公司前期发展规划，公司计划5年内实现75亿只白羽肉鸡产能，预计到2020年公司产能有望达到10亿只，这相当于再造数个圣农发展。

但中信证券认为，圣农的产能扩张并不应单纯地理解为圣农的再造。“尽管公司的养殖技术和服务等处于国内领先地位，但就单只成

本而言，依然有较大的改善空间。未来蒲城县、政和项目的投产并非光泽圣农的再造。KKR作为战略投资者的加入，将帮助圣农在管理、技术方面逐步向世界水平靠拢，也包括原来采购的来源更加广泛化，比如进口美国玉米等。仅以饲料转化率、养殖死亡率为例，如果公司的养殖参数可以达到美国的平均水平，则可相应降低单位饲料成本0.65元/只，如果再考虑人工效率提高、用药量下降等因素，这就意味着正常行情下的单只盈利水平将从3元左右提升至4元~5元。”中信证券指出。

陈剑华也表示，“我们已经埋头苦干，养了30年的鸡，对养鸡我们足够专业，但随着产能的扩张和规模的扩大，我们希望KKR的到