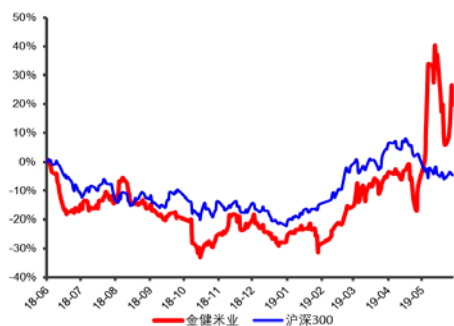


农林牧渔

金健米业：重振湘米，龙头归来

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股): 641.78/641.78
总市值/流通(百万元): 3337.27/3337.27
12月最高/最低(元): 6.33/2.59

相关研究报告:

《金健米业：拟转让资产聚焦主业，盈利能力有望改善》——2018/11/11

证券分析师：周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

报告摘要

1、公司各主营业务发展稳定，托市政策变革给粮食行业带来潜在利好。主营业务方面，粮食加工业务毛利率保持稳定；小包装大米和食用油销量稳步增长；乳业积极开拓新渠道，从单一的学生奶转向复合渠道。过去，托市收购政策导致粮油加工企业上游高价买原料、下游低价参与市场竞争，生存困难。近年来，粮食托市收购政策改革预期增强，为下游粮食加工企业带来潜在利好，公司作为行业龙头有望显著受益。

2、未来发展四大看点：

1) 不良资产剥离完成，业绩减亏轻装上阵。金健药业作为历年亏损幅度最大子公司，拥有高额负债，公司2019年3月30日正式出售金健药业100%股权，本次成功剥离有望实现业绩减亏，聚焦粮油主业。

2) 新官上任，机制改革。公司新任董事长上任初即提出内部改革，用市场化手段，创新经营管理机制。从公司人员激励、内部流程精简、业务降本增效等多方面进行内部改革，2019Q1公司管理费用率已降至5年内最低，改革卓有成效。

3) 重振湘米，公司受益。湖南省内为重振“长沙米市”繁荣，从良种选育+规模种植、大企业扶持、打造品牌等多方面提振湘米品质，提高湘米知名度。公司作为湖南粮食集团唯一上市公司，拥有“金霞”、“金健”等著名品牌，将直接受益于“重振湘米”项目。

4) 切入新零售，拓宽销售渠道。2019年4月公司与湖南本土电商兴盛优选展开合作，此次合作能够充分发挥公司在粮油产品资源优势，拓宽公司销售渠道，为公司发展注入新动力。

盈利预测

2016~2018年金健药业亏损拖累归母净利润约1000万。2019年3月金健药业100%股权转让为公司2019年带来5503万的投资收益，同时也为2019/2020/2021年减亏约1000万。此外，股权转让的受让方将承接金健药业欠母公司的债务2.99亿元，转让后第一年需偿还公司不低于2.57亿元债务，受让方还清债务后将为母公司带来不低于2.57亿的现金增量，预计每年可为公司带来约1000万的利息收入。以上三方面叠加预计将显著增厚公司未来三年净利润。同时，基于公司管理效率提高、切入新零售领域、受益于湖南省“重振湘米”项目等，我们预计公司2019/2020/2021年归母净利润为0.85亿/0.42亿/0.49亿。

风险提示

1. 宏观环境风险。公司粮油主业受政策调整、税率及汇率变化、供需关系等宏观环境影响较大，相关宏观环境的调整变化将对公司产品盈利空间产生明显影响，不可预计因素较多。

2. 市场竞争风险。随着农业供给侧结构性改革进程加快，行业内的兼并整合力度加大，相关行业龙头凭借雄厚的资金、资源、品牌等优势加快市场布局，公司面临的市场竞争更加激烈。

3. 质量安全风险。由于公司粮油产业涉及面广、产业链长，存在很多不可控因素，可能对公司造成重大影响。

盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3011.22	3492.16	4095.67	4928.33
(+/-)	9.12%	15.97%	17.28%	20.33%
净利润(百万元)	-53.14	85.22	41.57	49.37
(+/-)	-584.62%	260.37%	-51.22%	18.76%
摊薄每股收益(元)	-0.08	0.13	0.06	0.08
市盈率(PE)	-34.42	40.00	86.67	65.00

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、公司介绍	5
二、政策利好	6
三、主营业务稳定发展	6
（一）粮油食品业务	6
（二）乳品业务	9
四、未来发展看点	10
（一）出售资产，聚焦主业	10
（二）新官上任，机制改革	11
（三）重振湘米，公司受益	12
（四）切入新零售，拓宽营销渠道	13
五、盈利预测	14
六、风险提示	15

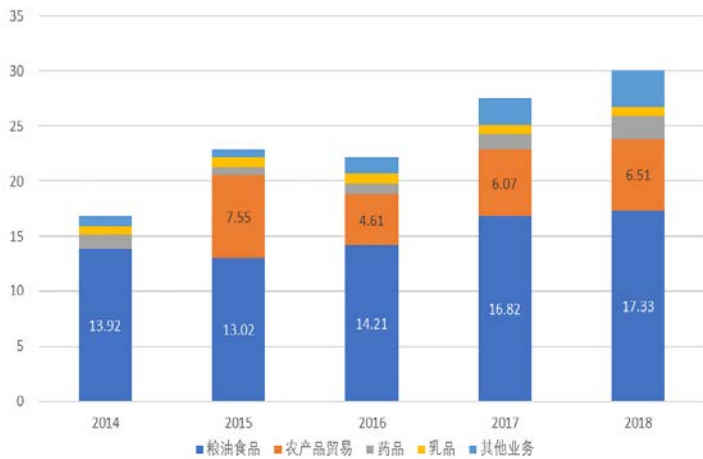
图表目录

图表 1 2014~2018 公司各主营业务营收 (亿元)	5
图表 2 2014~2018 公司各主营业务营收占比情况	5
图表 3 2014~2019Q1 归母净利与同比	5
图表 4 2014~2019Q1 营收及同比	5
图表 5 公司前十大股东 (截止至 2019Q1)	6
图表 6 公司各项业务毛利占比	7
图表 7 公司各项业务毛利率 (%)	7
图表 8 稻谷最低收购价 (元/50 公斤)	7
图表 9 公司大米销售量 (吨) 及同比	8
图表 10 公司大米产品系列	8
图表 11 公司食用油系列产品	9
图表 12 公司食用油业务相关标的	9
图表 13 公司食用油销量 (万吨)	9
图表 14 公司乳制品销量 (吨)	10
图表 15 公司药业板块营收及 YOY	11
图表 16 金健药业净利润 (亿)	11
图表 17 2013 年至今公司聚焦主业相关动作	11
图表 18 以“创新、效益、崛起”为主题的 2019 工作会议	12
图表 19 公司三费占比 (%)	12
图表 20 公司管理费用率 (%)	12
图表 21 兴盛优选业务开发区域	14
图表 22 兴盛优选门店展示	14
图表 23 公司盈利预测	14

一、公司介绍

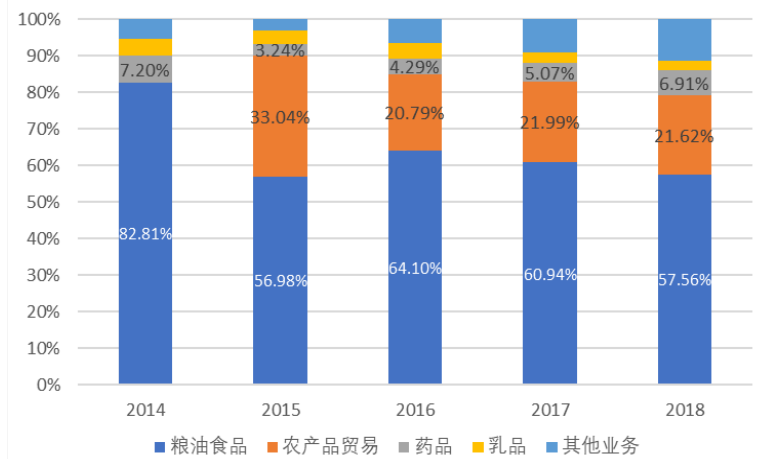
公司于1998年4月在上海证券交易所上市，是湖南粮食集团控股的一家上市公司。公司主营业务是开发、生产、销售优质粮油、新型健康食品和药品，经营农产品国际、国内贸易，主要产品有粮油食品、健康休闲食品、乳品等。

图表1 2014~2018 公司各主营业务营收（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

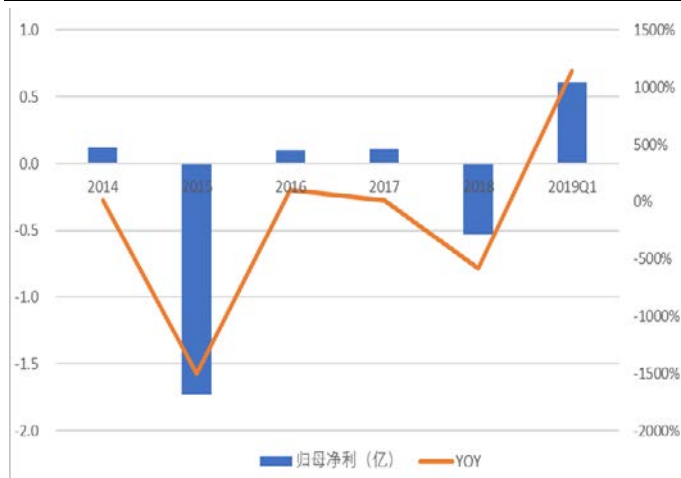
图表2 2014~2018 公司各主营业务营收占比情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

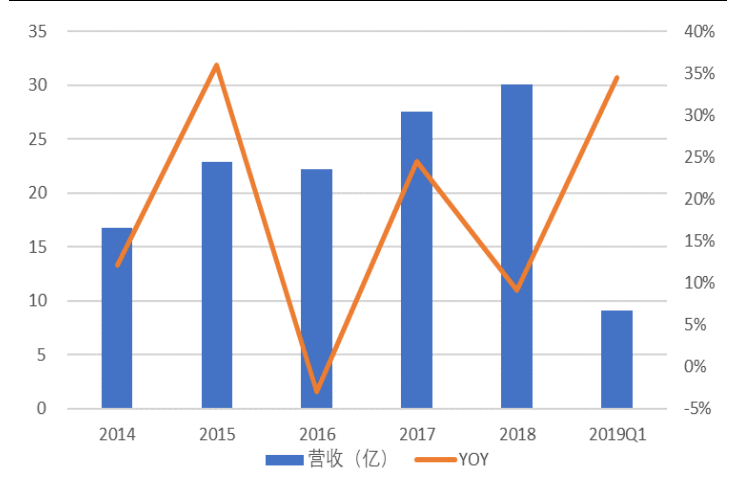
2019Q1 公司营收 9.08 亿，同比增 34.50%；归母净利 0.61 亿，同比增长 1141.36%。

图表3 2014~2019Q1 归母净利与同比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表4 2014~2019Q1 营收及同比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司第一大股东湖南金霞粮食产业有限公司，持股比例 22.34%，公司实际控制人为长沙市国资委。

图表 5 公司前十大股东（截止至 2019Q1）

股东名称	持股数量（股）	持股比例	股本性质
湖南金霞粮食产业有限公司	143,350,051	22.34%	流通股
湖南发展资产管理集团有限公司	24,330,900	3.79%	流通股
湖南湘粮投资控股有限公司	24,323,506	3.79%	流通股
湘江产业投资有限责任公司	6,053,776	0.94%	流通股
湖南兴湘创富投资有限公司	4,052,386	0.63%	流通股
中国证券金融股份有限公司	3,725,000	0.58%	流通股
法国兴业银行	3,284,200	0.51%	流通股
李莲子	2,513,200	0.39%	流通股
林润颜	1,600,600	0.25%	流通股
东嘉乐	1,580,500	0.25%	流通股

资料来源：公司 2019 年一季报，太平洋证券研究所

二、政策利好

粮食改革将成为公司一大政策利好。当前我国粮食行业呈现外强内弱竞争格局，外资品牌拥有雄厚实力和加工经验，充分的市场竞争和激励体系；相比之下，老牌国企在市场竞争下并不占优，最终在整个粮食加工行业中丧失定价权。因此，在当前粮食加工行业竞争激烈的背景下，粮食系统的改革为大势所趋。

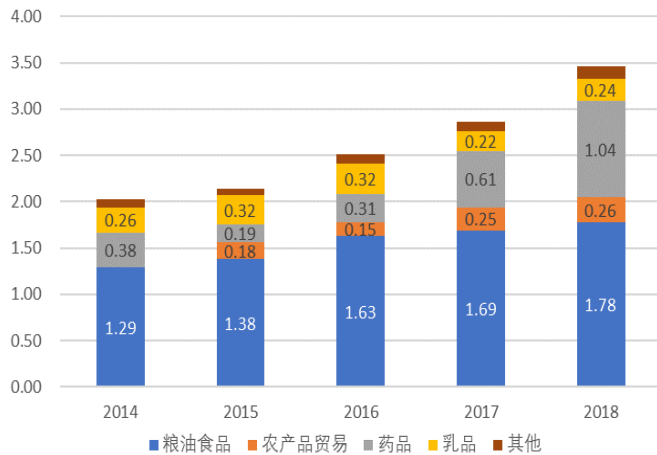
粮食托市政策的逐步取消将对粮油加工行业是一利好。粮食托市政策保障了农民利益，提高了农民种粮积极性，但随着托市政策施行，供给过剩日益严重，国内外粮食价格形成了巨大剪刀差。因此 2016 年玉米率先取消临储政策，小麦和稻谷的托市政策也将逐步调整甚至取消。粮食托市政策托高粮食价格，粮油加工企业在原料上游用高价买粮，下游参与市场竞争，夹缝中生存使利润更薄。因此，托市政策逐步退出将有利于粮油加工企业参与市场竞争。

三、主营业务稳定发展

（一）粮油食品业务

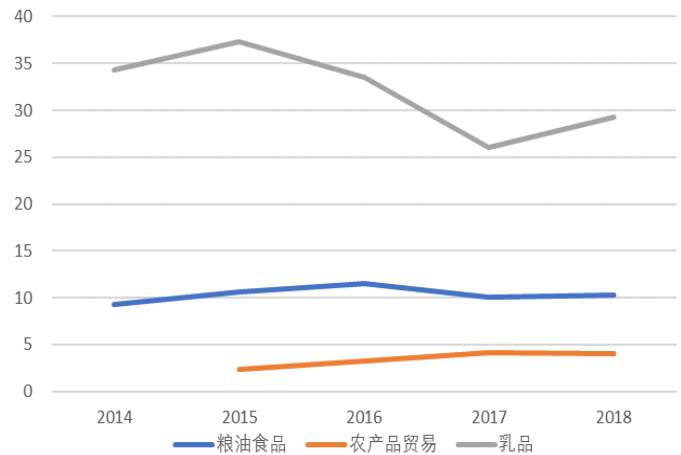
公司是中国粮食系统第一股，粮油业务营收占比一直在 60% 以上，毛利占比也在 50%~60% 以上，粮油产业的稳定增长使公司业绩总体较为稳定。

图表 6 公司各项业务毛利占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 7 公司各项业务毛利率 (%)



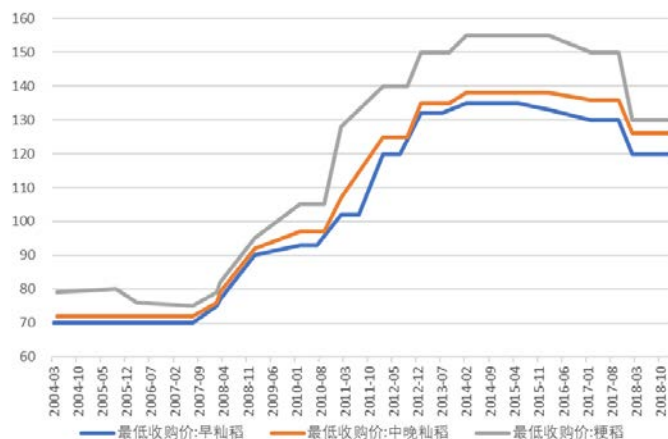
资料来源：WIND，太平洋证券整理

金健米业粮油业务模式为：向种植户、粮食收储企业、油脂贸易企业采购原料，自行加工米、面、油产品。主要采用经销模式，在全国市场建立经销商体系，然后进行分销。当前公司已经建立起比较完善的粮油产品体系，产品种类涵盖生活所需。

1. 大米产品

行业整体情况不容乐观。据行业数据统计，2014 年全国大米加工企业进入统计系统的有 8500 多家，每年共计生产大米 1 亿多吨，实现销售收入 4000 多亿元，实现利润 4 亿多元，平均每家利润不足 5 万元。大米加工利润微薄的原因在于，行业近年都在政策化的上游和市场化的下游形成的夹层中生存。国家托市收购政策抬高了稻谷的价格，成本居高不下，而终端市场面对市场化竞争，导致稻强米弱，加工企业无法获得丰厚利润。

图表 8 稻谷最低收购价 (元/50 公斤)

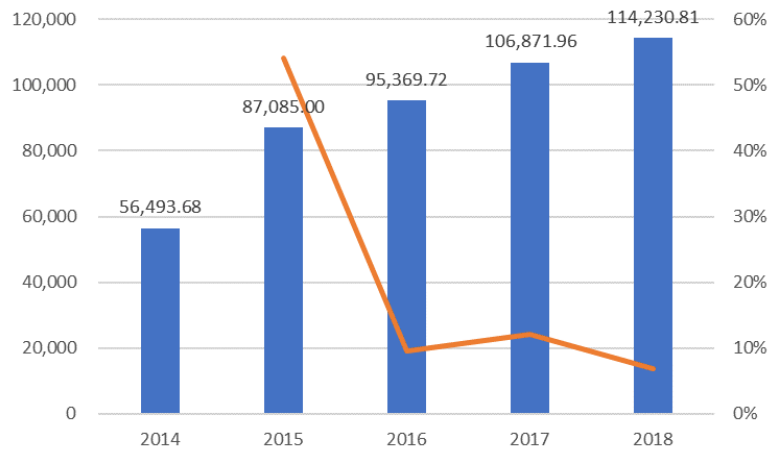


资料来源：WIND，太平洋证券整理

大米加工行业竞争激烈。由于大米加工技术含量低，经营门槛低，企业水平参差不齐，因此平均盈利情况不佳。2004 年粮食市场全面放开后，中小型大米加工厂数量迅速增长，规模小、成本高、国外大米低价冲击、销售渠道无法打开等因素，使得中小企业生存困难。中小型米业加工企业根本无暇顾及品牌，龙头企业也难以塑造品牌。大米品牌化经营需要慢功夫，即使有心有力走品牌化的规模企业也难以快速实现盈利。

公司大米业务平稳发展。公司大米产品销量逐年增加，2016 年以来销售量同比增长速度基本保持在 10%左右，已进入增长较为平缓阶段。

图表 9 公司大米销售量(吨)及同比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 10 公司大米产品系列



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

食用油产品毛利率，2016 年披露的小包装油毛利率为 18.1%，中桶油毛利率为 3.6%。因此，公司加紧研发高毛利率的小包装油产品，对低毛利率的中桶油铺设销售渠道，如在餐饮渠道扩大中桶油供给，在家用市场主打“纯香”和“五月香”菜籽油供给。

图表 11 公司食用油系列产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

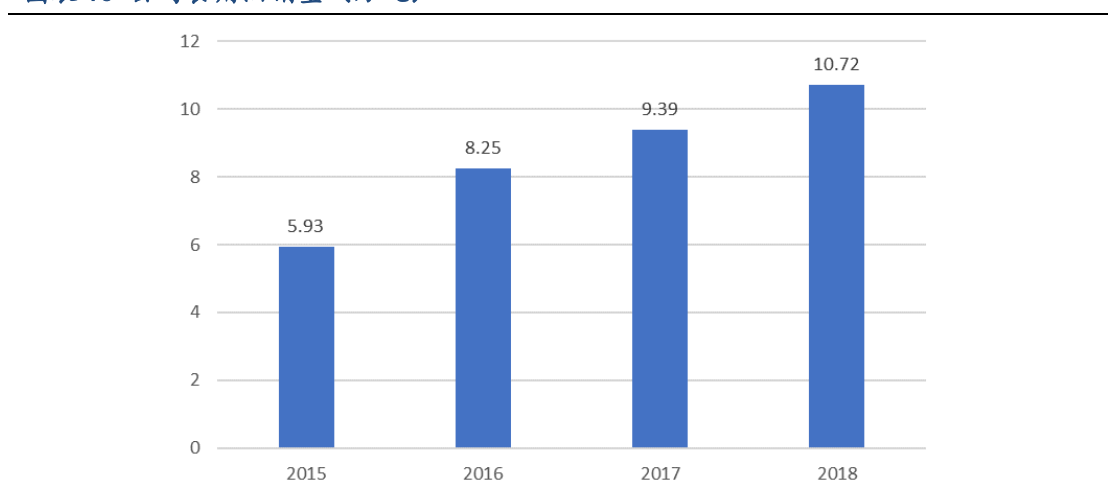
公司食用油销量增长较快，未来增长潜力可期。2018 年 5 月，公司投资 2.17 亿建立金健植物油（长沙）油脂产业园，主要用于建设年产 18 万吨中小包装食用油的生产加工灌装线及配套设施等。建设周期一年半，建成后公司小包装油的产量将有大幅增加。

图表 12 公司食用油业务相关标的

日期	标的	金额
2016 年 5 月 27 日	中南粮油食品科学研究院有限公司	现金出资 900 万元，占出资比例的 18%；
2016 年 5 月 27 日	金健米业（重庆）有限公司	4080 万元，占出资比例的 51%
2018 年 5 月 16 日	金健植物油（长沙）油脂产业园	21693.85 万元，其中包括铺底流动资金人民币 2,763.12 万元

资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 13 公司食用油销量（万吨）



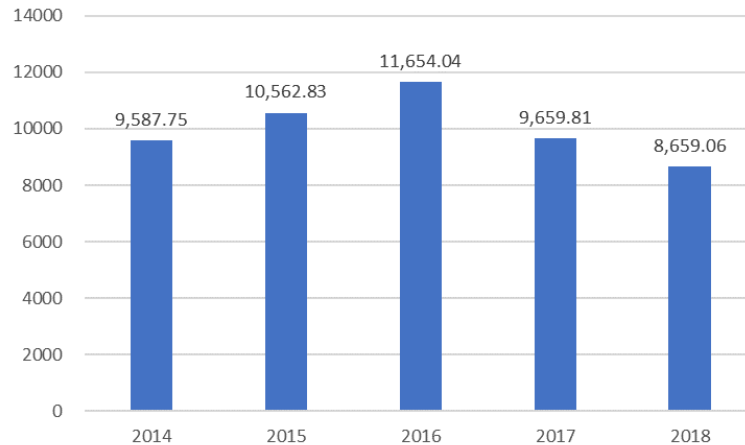
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（二）乳品业务

乳制品销量稳定，毛利率保持高位。公司的乳品业务的毛利率很高，始终保持在 20%~40% 之间。公司目前属区域性奶业品牌，当前仍处于区域拓展阶段，2018 年湖南金健乳业股份有限公司销售额约 8767 万元，在全国乳品行业中属于中小型企业；在湖南本土市场的份额约占低温奶市场的 10%，排在湖南低温奶市场的前 7 位、本土企业的前 3 位。

公司的乳品业务经营模式为“牧场+工厂+市场”，牧场采用融资合作方式进行运营，工厂和市场都是公司直接进行管理。经销渠道拓展上，从销售单一学生奶渠道向复合渠道转型，在长株潭、湘西北积极拓展订户奶渠道，探索“互联网+社区便利店订奶模式”。

图表 14 公司乳制品销量（吨）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

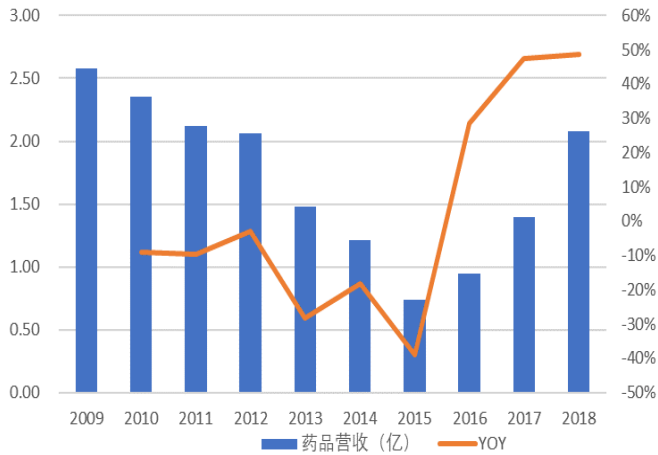
四、未来发展看点

（一）出售资产，聚焦主业

剥离药业公司，回归主业。 药业板块的营收贡献较低，虽然 2016 年至今营收上升，但总体效益大不如前。2018 年 9 月 28 日，公司公告拟转让全资子公司湖南金健药业公司 100% 股权，2019 年 3 月 30 日，湖南粮食集团有限责任公司成为金健药业 100% 股权最终受让方。

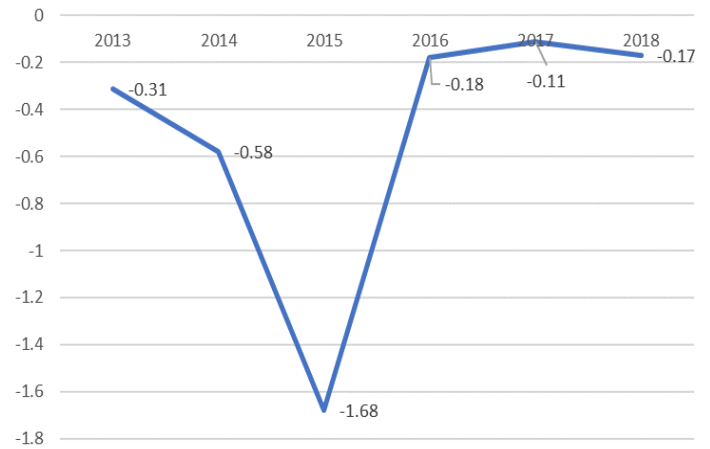
金健药业的主营业务为注射液，主要产品为：生理氯化钠溶液、萘普生氯化钠注射液、加替沙星葡萄糖注射液。金健药业从事大输液产品的生产经营有 18 年，在湖南省具有较好的市场基础，拥有全国独家剂型品种“萘普生钠注射液”。但由于产品单一，同时受市场波动和行业政策影响，近年来药业公司处于持续亏损状态，并成为公司亏损幅度最大的子公司。

图表 15 公司药业板块营收及 YOY



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 16 金健药业净利润 (亿)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司近几年先后剥离房地产业、建筑业、种业、药业等非主业相关业务，强化粮油主业。

图表 17 2013 年至今公司聚焦主业相关动作

日期	标的	营业范围	转让金额
2013 年 4 月 18 日	金恒房产公司	房地产	11059.53 万
2014 年 12 月 4 日	湖南金健药业有限责任公司临澧药厂的资产	药业	16.9 万
2015 年 5 月 26 日	湖南金健建筑有限责任公司	房地产建筑	2070.53 万
2015 年 6 月 15 日	湖南桃花源种业有限责任公司	种业	995 万
2019 年 3 月 30 日	湖南金健药业有限责任公司	药业	1 元

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 新官上任，机制改革

2018 年 11 月起，全臻先生任金健米业董事长。全臻先生在 2004~2018 年 9 月一直担任长沙房产（集团）有限公司高管，在高度市场化的房地产行业奋斗十多年；2018 年 10 月起，全臻先生开始担任湖南粮食集团有限责任公司党委书记、董事长。

全臻先生的上任，预示着公司内部的市场化经营机制改革拉开序幕。在公司 2019 年度工作会议上，全董事长明确提出，要解决公司跨越式发展所面临的问题，首先要从内部着手，深化改革，用市场化手段，创新经营管理机制。

图表 18 以“创新、效益、崛起”为主题的 2019 工作会议



资料来源：公众号，太平洋证券整理

全董事长在公司流程优化、营销策划、市场管理、薪酬激励等方面进行改革，力图使公司向市场化转型。如在金健粮食有限公司、金健面制品有限公司进行流程优化整合，节约人员费用；食用油部门掌控原料油的采购数量及节奏，提高中桶油产品利润率；乳制品部门，强化单班核算，低温奶出品率同比提升 3.48%。

2019Q1 公司的三费占比有明显下降，尤其是管理费用率下降为近 5 年的历史低点。

图表 19 公司三费占比 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 20 公司管理费用率 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 重振湘米，公司受益

近年来湖南省的稻谷种植面积和产量均占全国总量的 10% 以上，然而产量优势未能重现昔日长沙米市的繁荣，反而出现卖粮难的问题。为此湖南省启动“做优做强湘米产业”

工程，围绕提高湘米品质采取了一系列措施，重振湖南稻米产业。

1) **良种选育+规模种植**。湖南稻米产业发展从注重量的增长到当前注重质的提高。规模生产上，高档优质稻标准化基地种植面积从开始的 100 多万亩发展到了 2018 年的 1000 万亩，高端稻米种植由零星分散转向了“一片一种”区域化布局；良种培育上，先后推出湘晚籼 17 号、玉针香等两个米质达国标一等优质米的常规稻新品种，推广兆优 5431、盛泰优 018、泰优 390、鹏优 6377、湘晚籼 13 号等高档优质品种。良种培育+成片规模种植，湖南省力争 2020 年全省高档优质稻标准化生产基地发展到 1500 万亩，确保 80% 的商品大米品质达到国家一、二等优质米标准。

2) **龙头企业发挥核心作用**。一方面，鼓励龙头企业积极参与稻米产业链，增加稻米经营加工企业数量，实现省内从种植到加工销售的全产业链实力增强；另一方面，采取“公司+农户”的发展模式，带领农民种植优质稻。经多年发展，省龙头企业优质米销售比重由不足 10% 提高到 50% 以上，湖南粮食集团年销量从 7~8 万吨增加到 50 多万吨，优质米占 94%。

3) **打造地方和企业优质品牌**。湘西地区创建“湘西仙米”区域品牌，地方品牌里有“常德香米”、“南洲虾稻米”、“永顺松柏大米”等，企业品牌如公司的“金健”、“金霞”系列等，以品牌拓展市场，提高湘米知名度。

湖南粮食集团作为湖南省内的大型综合性粮食企业，而公司是其下唯一上市公司，拥有“金健”、“金霞”等知名品牌，湖南省的“重振湘米”工程将整体抬升湘米品质和社会知名度，公司将率先受益。

(四) 切入新零售，拓宽营销渠道

2019 年 4 月 15 日，湖南粮食集团有限责任公司与湖南兴盛优选网络科技有限公司签署战略合作，标志着“粮油产品+社区电商”的联合新零售模式正式起航。兴盛优选作为社区电商龙头企业，在全国已拓展至 11 个省份 400 多个城市，门店拓展超 5 万家，2019 年销售额将突破 100 亿元，在 2019 年 5 月已获腾讯投资，平台影响力和未来发展潜力不容小觑。

图表 21 兴盛优选业务开发区域


资料来源：兴盛优选官网，太平洋证券整理

图表 22 兴盛优选门店展示


资料来源：兴盛优选官网，太平洋证券整理

兴盛优选自湖南起家，与公司的业务区域相契合。此次合作能够充分发挥公司在粮油产品的资源优势，让优质粮油产品通过电商平台直接对接消费者的餐桌，拓展营销渠道的多样化。双方力争在 2019 年合作突破 1 亿销售额，2020 年力争达到 5 亿销售额，5 年内力争达到 30 亿的销售额。

五、盈利预测

2016~2018 年金健药业亏损拖累归母净利润约 1000 万。2019 年 3 月金健药业 100% 股权转让为公司 2019 年带来 5503 万的投资收益，同时也为 2019/2020/2021 年减亏约 1000 万。此外，股权转让的受让方将承接金健药业欠母公司的债务 2.99 亿元，转让后第一年需偿还公司不低于 2.57 亿元债务，受让方还清债务后将为母公司带来不低于 2.57 亿的现金增量，预计每年可为公司带来约 1000 万的利息收入。以上三方面叠加预计将显著增厚公司未来三年净利润。同时，基于公司管理效率提高、切入新零售领域、受益于湖南省“重振湘米”项目等，我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润为 0.85 亿/0.42 亿/0.49 亿。

图表 23 公司盈利预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3011.22	3492.16	4095.67	4928.33
(+/-)	9.12%	15.97%	17.28%	20.33%
净利润(百万元)	-53.14	85.22	41.57	49.37
(+/-)	-584.62%	260.37%	-51.22%	18.76%
摊薄每股收益(元)	-0.08	0.13	0.06	0.08
市盈率(PE)	-34.42	40.00	86.67	65.00

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

六、风险提示

1. 宏观环境风险。公司粮油主业受政策调整、税率及汇率变化、供需关系等宏观环境影响较大，相关宏观环境的调整变化将对公司产品盈利空间产生明显影响，不可预计因素较多。

2. 市场竞争风险。随着农业供给侧结构性改革进程加快，行业内的兼并整合力度加大，相关行业龙头凭借雄厚的资金、资源、品牌等优势加快市场布局，公司面临的市场竞争更加激烈。

3. 质量安全风险。由于公司粮油产业涉及面广、产业链长，存在很多不可控因素，可能对公司造成重大影响。

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，四年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。