

牢铸生物安全优势，养殖新星迅速成长

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 规模养殖场占比近六成，供需关系与疫病综合考量，优质养殖企业于周期中成长，24年养殖景气度或有提升；2) 6750标准化生产模式，配备空气过滤新风系统，牢铸生物安全优势；3) 南方生猪价格略高于全国平均水平，公司当前共计布局产能225万头，未来持续扩张，把握地域价格优势。
- 优质生猪养殖企业与周期中稳健发展。**从能繁母猪存栏量的情况观测，23年生猪养殖景气度或与22年相近。生猪市场供应量存在时滞性，可参考当前时点回溯十个月的能繁母猪存栏量而粗略估计生猪供应量，故而在判断23年全年生猪价格时，参考22年3月-23年2月能繁母猪存栏量平均数量，我们认为23年生猪养殖平均景气度将与22年水平相近，优质养殖企业把握成本优势，科学养殖提高效率。另一方面，22年Q4-23年Q1出现非瘟散点复发情况，生物安全问题或将导致生猪价格回落，对全年养殖景气度产生影响，同时进一步催化市场产能去化，为未来生猪价格景气回升蓄力，提供供需基本面支持。养殖企业的盈利不应单纯依赖于周期波动中价格的变化，核心的竞争力是提高养殖效率从而有效控制成本。优质养殖企业需要具有产能扩张所必备的现金流，同时经营成本的管控与防控疫病的水平将共同作用成为后续发展过程中的重要课题。
- 公司楼房养殖模式，牢铸生物安全优势。**公司采用“6750”标准化生产线模式，即750头祖代母猪、6000头父母代母猪及相应的育肥商品猪在一个区域内组织实施闭群、批次化、满负荷均衡生产，具有适度规模化、运作效率高的特点，能有效减少外来病原，提高猪群的健康度。猪舍均配备自动喂料、自动饮水、自动环控，减少人员流动，避免携带外部病菌，造成猪只感染；封闭式管理与闭群生产能有效减少猪只转运及饲料运输环节，避免生猪与外来猪只、物料的接触，从而降低疫病传播风险。公司安装有空气过滤新风系统、大数据管理等智慧养殖系统，提升生产管理效率。同时公司成立专门的“非洲猪瘟防范与控制领导小组”，建立完善的操作流程和严格内控制度，未来亦将不断提升生物安全防控水平，从而提高养殖效率，为业绩增长提供基础。
- 地产板块经营存量业务，生猪产能持续扩张，把握地域价格优势。**公司经营战略中，地产板块以存量经营为主，未来销售收入结转，公司现金流方面有所支撑，有助于养殖业务发展。公司所处区域以粤港澳大湾区为核心，分布于广东、广西、海南三省，现有徐闻、高州、贺州、文昌四个项目投产，共计产能布局225万头，对应产能分别为90万头、45万头、60万头、30万头（目前贺州二期项目尚未完全建成），后续产能布局位于茂名、梅州、开平、新会、台山、肇庆等地，未来随各个项目逐渐建成投产，公司生猪养殖出栏数量有望迅速提升。南方生猪价格高于全国平均水平，从消费角度看，广东省人均猪肉消费量明显高于平均水平，但从供给端看，广东气候、环保政策等原因使得本地养殖较少，另外禁调令影响外省生猪入粤，进一步促使生猪价格水平提高，公司把握价格优势，承担企业社会责任，保障供给的同时获得业绩增长。
- 盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为2.66元、3.58元、2.28元，对应动态PE 9/7/11倍。根据分部估值，24年地产、养殖对应市值分别为50亿、125亿，首次覆盖，予以“买入”评级，目标价33.46元。
- 风险提示:** 养殖端突发疫病、下游需求不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5995.66	9625.16	11009.94	12361.91
增长率	86.12%	60.54%	14.39%	12.28%
归属母公司净利润(百万元)	773.07	1392.27	1875.11	1193.70
增长率	98.56%	80.09%	34.68%	-36.34%
每股收益EPS(元)	1.48	2.66	3.58	2.28
净资产收益率ROE	29.90%	34.88%	31.95%	16.89%
PE	17	9	7	11
PB	4.87	3.16	2.15	1.79

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

分析师: 刘佳宜
执业证号: S1250522100003
电话: 021-68415832
邮箱: liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.23
流通A股(亿股)	5.23
52周内股价区间(元)	15.55-25.91
总市值(亿元)	133.06
总资产(亿元)	148.33
每股净资产(元)	4.84

相关研究

目 录

1 公司概况：科技化高效养殖企业	1
2 行业分析	2
2.1 生猪养殖规模化发展.....	2
2.2 于周期波动中把握成长机会.....	5
3 公司分析：注重生物安全，把握地域优势	7
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测.....	12
4.2 相对估值.....	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司 2022 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2022 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2017 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2017 年以来净利润及增速	1
图 5: 2012-2022 国内猪肉消费量 (千吨)	2
图 6: 2012-2022 生猪出栏量 (万头)	2
图 7: 生猪生产周期示意图	2
图 8: 2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量	4
图 9: 非洲猪瘟病毒结构图	4
图 10: 部分上市猪企出栏数据 (万头)	4
图 11: 历史猪周期猪价走势 (元/公斤)	6
图 12: 能繁母猪存栏量	6
图 13: 生猪价格与十个月前能繁母猪存栏量	6
图 14: 公司股权图	7
图 15: 文昌项目尾水资源化再生站	8
图 16: 公司生猪养殖大楼	8
图 17: 公司文昌项目俯视图	9
图 18: 徐闻饲料厂航拍图	9
图 19: 全国/广东省人均猪肉消费量 (公斤/年)	10
图 20: 广东省与全国平均生猪价格 (元/公斤)	10

表 目 录

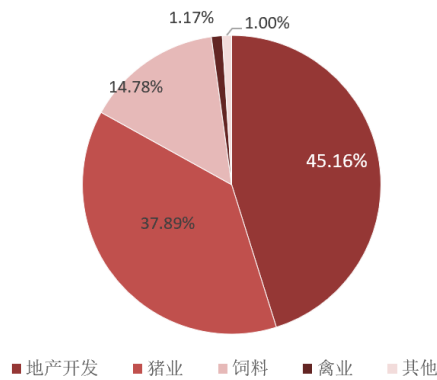
表 1: 畜禽养殖环保政策要求	3
表 2: 2021 部分头部养殖企业融资情况	5
表 3: 公司签订与养殖项目相关合作协议框架	11
表 4: 分业务收入及毛利率	12
表 5: 可比公司估值	13
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：科技化高效养殖企业

京基智农 1979 年成立于广东省深圳市，发展至今成为一家集低碳都市农业、公用事业、房地产、金融投资等多种产业于一体的多元化集团公司，经营业务跨度较广，集中在种猪、肉猪养殖与销售，种鸡、肉鸡养殖与销售，中高端品牌猪肉与鸡蛋等生鲜农产品销售，饲料生产与销售，房地产开发，物业管理、金融投资等。公司生猪养殖成绩优异，农业部种猪质量检测中心测定评比中多次获得好成绩，公司养猪场连年被评为健康与合格猪场、原种猪场合格单位、重点生猪养殖场、先进养猪企业。

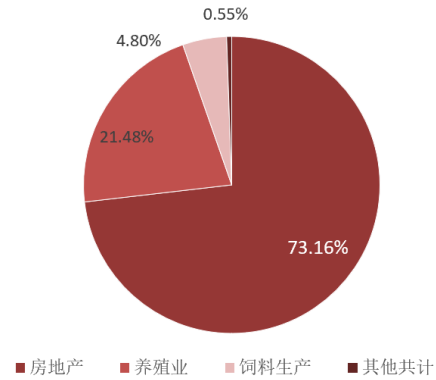
公司主营业务结构：公司收入主要来自地产开发、猪业以及饲料行业，2022 年公司实现营业收入 60 亿元，其中地产开发业务实现营收 27.1 亿元，占比达 45.2%，位列第二的是生猪养殖占比 37.9%。房地产 2022 年实现毛利 14.8 亿元，占比为 73.2%，养殖业占比约为 21.5%，贡献毛利 4.3 亿元。

图 1：公司 2022 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

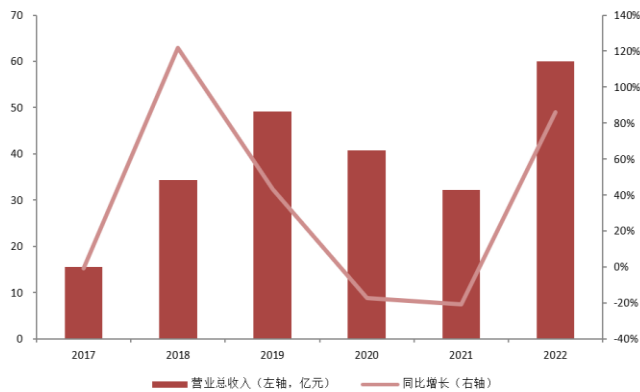
图 2：公司 2022 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：2022 年公司实现营业收入 60 亿元，同比增长 86.1%，归母净利润约 7.7 亿元，同比增长 98.6%，业绩同比大幅提升主要受益于地产项目结项以及生猪养殖产能迅速释放，出栏量增长。公司 2017 年-2021 年营业收入与归母利润的复合增长率分别为 14.9%，15.3%。

图 3：公司 2017 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年以来净利润及增速



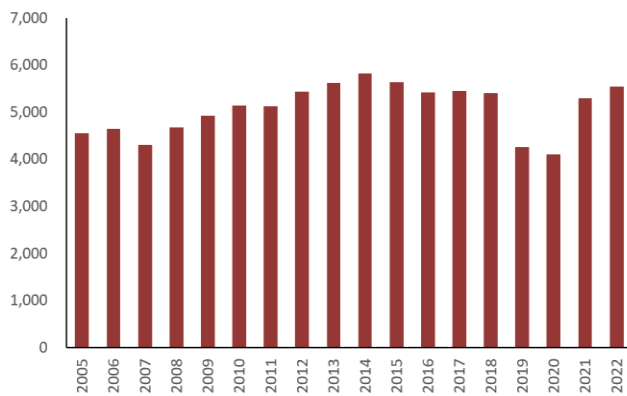
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析

2.1 生猪养殖规模化发展

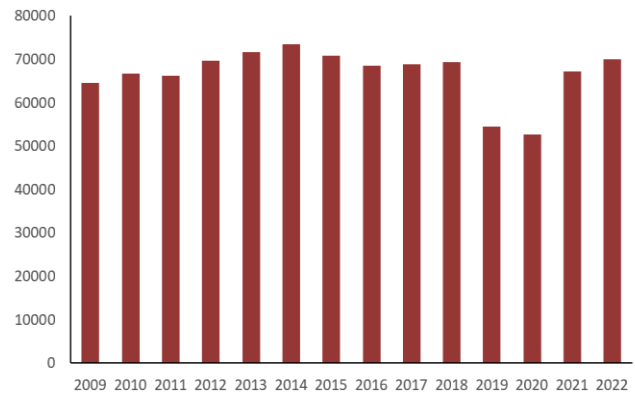
我国生猪市场规模庞大。根据国家统计局的数据显示，2022年中国生猪出栏量为7亿头，同比增长4.5%，全年猪肉产量5541万吨，同比增长6.8%，在非洲猪瘟爆发前，2015-2018年间平均年出栏量在7亿头左右，后19、20年受到非瘟疫情影响，出栏量有所减少，后迅速恢复。猪肉在我国居民的饮食结构中扮演十分重要的角色。按照猪肉年产量5500万吨、以往猪周期猪肉价格20-25元/公斤的水平进行粗略估计，生猪市场规模大约为1.1-1.4万亿。

图 5：2012-2022 国内猪肉消费量（千吨）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

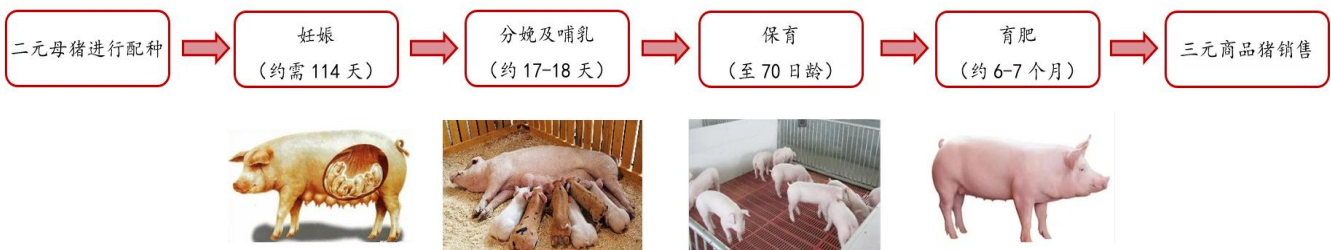
图 6：2012-2022 生猪出栏量（万头）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

生猪生产存在一定周期性。我国当前生猪养殖行业中，散户因缺乏对于市场进行理性判断及预测的能力，可能会出现随生猪价格的涨跌而盲目扩产或是退出市场的情况。在猪肉价格景气时，养殖户为了追逐利润，增加能繁母猪和生猪供给，造成猪价下跌，养殖户减少供给，猪价重新上涨，如此循环。生猪的生产周期决定了一轮完整的猪周期大约需要3-4年，而一年内因消费淡季与旺季而存在“小周期”价格波动。后备母猪由仔猪成长为能繁母猪需约7个月，后经配种妊娠期约为4个月，诞下仔猪后需经1-2月的保育期以及后续5-6月的育肥期，达到理想标准后即可出栏进行屠宰售卖，从能繁母猪受孕至生猪出栏需至少10个月的时间，一定程度上可为10-12个月后生猪产量提供参考。

图 7：生猪生产周期示意图



数据来源：百度百科，西南证券整理

生猪养殖规模化程度不断提高。2020年9月国务院办公厅发布的关于促进畜牧业高质量发展的意见中提出发展目标，到2025年畜禽养殖规模化率和畜禽粪污综合利用率分别达到70%以上和80%以上，到2030年分别达到75%以上和85%以上。2023年2月15日，农业农村部召开畜牧兽医统计监测工作会议，会议中提到，2022年全国畜禽养殖规模化率超过70%。于发展过程中我们认为有两点重要影响因素：环保政策、非瘟疫情。

环保政策：

我国养殖行业初期进入门槛较低，散户和家庭养殖作为畜禽养殖行业的主体，缺乏必要的引导和规划，加之畜禽养殖污染防治设施普遍配套不到位，大量畜禽粪便、污水等废弃物得不到有效处理并进入循环利用环节，导致环境污染。第一次全国污染源普查数据表明，畜禽养殖业COD、总氮、总磷的排放量分别为1268万吨、106万吨和16万吨，分别占全国总排放量的41.9%、21.7%、37.7%，分别占农业源排放量的96%、38%、65%。按照中国每年出栏6亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有12亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自2014年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不开离市场。

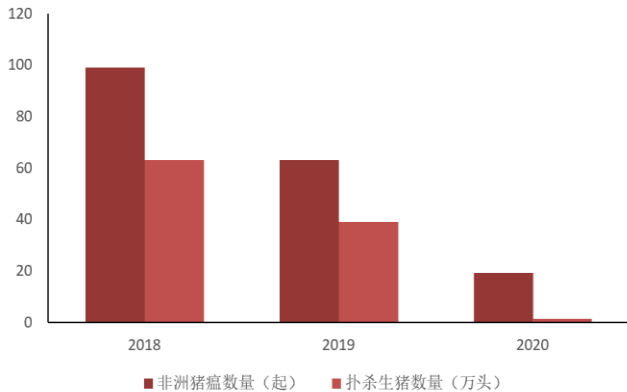
表 1：畜禽养殖环保政策要求

时间	政策	重点内容
2014.01	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜禽养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。
2015.01	《环保法》	进一步明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定畜禽养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产区制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	要求2017年年底以前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

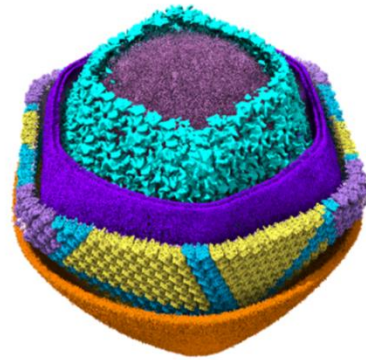
数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

非瘟疫情：

非洲猪瘟1921年首次出现在肯尼亚，是一种高致死性传染病。2017年该病毒传入俄罗斯，2018年8月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到100%，对防控工作要求很高。按照中国大陆相关法律法规，当确认非洲猪瘟的案例时，一般进行三项措施：扑杀、无害化处理、疫区建立与管理。2018年9月农业农村部与财政部联合印发《关于做好非洲猪瘟强制扑杀补助工作的通知》中提到，为农户及地方不瞒报可能存在的疫情，对扑杀动物进行1200元/头的补偿。从数据来看，2018年我国发生非洲猪瘟99起，2019年63起，2020年19起，2021年14起，疫情得到有效防控，疫情报告数量、扑杀生猪数量大幅下降，虽是总体平稳，对于防控仍存在较高要求。

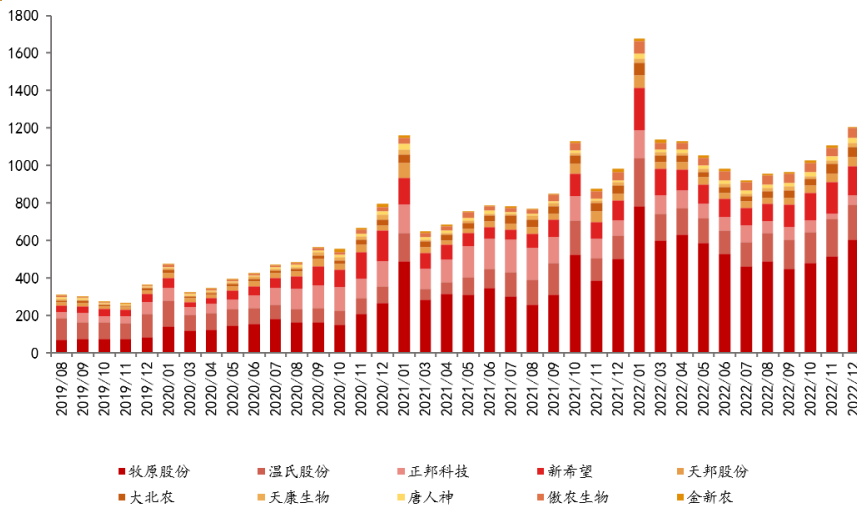
图 8：2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量


数据来源：农业农村部，西南证券整理

图 9：非洲猪瘟病毒结构图


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

头部养殖企业出栏占比进一步提高。2022 年，生猪出栏量较大的且披露月度生猪销售数据的十家上市养殖公司（牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农）占总生猪出栏量的比例有所提升，2022 年国内生猪出栏总量为 7 亿头，十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 1.2 亿头，占比达 17.2%，较 21 年提高 3.2 个百分点。

图 10：部分上市猪企出栏数据（万头）


数据来源：Wind，西南证券整理。注：因公司披露时间段不同，1 月数据为 1 月与 2 月合计总量

集团养殖企业于周期低谷合理运用融资优势，稳健扩张产能。2021 年 9 月牧原股份发行可转债 95.5 亿元，其中 51 亿元将投入生猪养殖建设，19 亿投入生猪屠宰项目建设，余下 25.5 亿元用于补充流动资金，所涉及 23 个生猪养殖项目共计可提供产能 677.3 万头；正大集团于招股说明书（申报稿）中表示，公司本次拟向社会公众公开发行不超过 5.7 亿股，预计募集资金 150 亿元，其中 42 亿用于补充流动资金，余下 108 亿将投入到 17 个生猪养殖产业链项目中，主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署；21 年 11 月新希望发行可转债，募集资金总额 81.5 亿元，其中 57.1 亿元将投入到 18 个生猪养殖项目建设中，建设周期皆在两年左右。规模场在融资渠道以及养殖成本等方面相较于中小散户更有优势，生猪寒冬中自更易获得资金支持，未来占比进一步提升。

表 2：2021 部分头部养殖企业融资情况

公司名称	时间	金额	融资渠道	主要用途
牧原股份	2021.08	95.5 亿元	可转换债券	其中 51 亿元将投入生猪养殖建设, 19 亿投入生猪屠宰项目建设, 余下 25.5 亿元用于补充流动资金, 所涉及 23 个生猪养殖项目共计可提供产能 677.3 万头
正大集团	2021.11	150 亿元	IPO	其中 42 亿用于补充流动资金, 余下 108 亿将投入到 17 个生猪养殖产业链项目中, 主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署
新希望	2021.10	81.5 亿元	可转换债券	57.1 亿元将投入到烟台新好生猪养殖项目、濮阳新六生猪养殖项目、东营新好生猪养殖项目、施秉新希望生猪养殖项目建设中, 建设周期皆在两年左右。
温氏股份	2021.03	92.97 亿元	可转换债券	42.52 亿元将投入崇左江洲温氏畜牧有限公司一体化一期等生猪养殖类项目建设; 11.36 亿将投入灵宝温氏禽业有限公司养殖项目等鸡类养殖, 水禽类项目投入 11.3 亿元, 补充流动资金 27.79 亿元。
正邦科技	2021.1	75 亿元	非公开发行股票	28.19 亿元将用于沾化正邦存栏 10 万头生猪的育肥场“种养结合”基地建设等 15 个生猪养殖项目, 余下 46.8 亿元用于补充流动资金。
唐人神	2021.03	15.5 亿元	非公开发行	其中 10 亿元将投入禄丰美神邓家湾存栏一万头基础母猪苗等 7 个生猪养殖相关项目, 饲料生产投入 2.5 亿元, 余下 2.6 亿元用于补充流动资金。

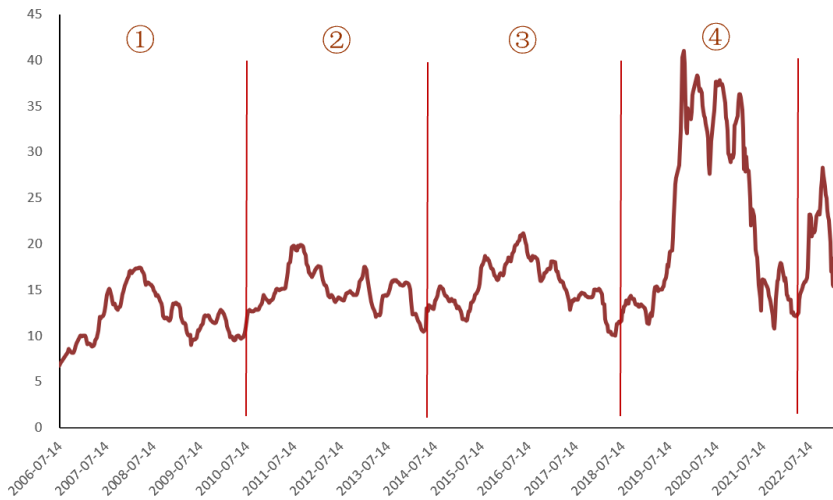
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 于周期波动中把握成长机会

2006 年以来, 我国大致经历了四次完整的生猪周期。第一轮为 2006 年 7 月至 2010 年 5 月, 本轮周期中猪价于 2008 年 4 月达到峰值, 上行周期持续 21 个月, 下行时常约 27 个月。05、06 年期间, 生猪价格处于历史低位, 大量能繁母猪淘汰, 产能出清, 最终价格因供需关系而在 7 月迎来反弹。在此过程中受到高致病性蓝耳病的影响, 生猪补栏速度延缓, 供给难以跟上, 叠加 08 年初春节消费旺盛的影响, 价格最高达到 17.4 元/公斤, 较 2006 年年中低位上涨近 157%, 后供给逐渐增加, 且出现瘦肉精事件, 市场消费意愿受到影响, 二者共同作用导致猪价下跌。第二轮周期为 2010 年 6 月-2014 年 4 月, 生猪价格于 11 年 9 月到达高点 19.92 元/公斤, 上行周期 15 个月, 下行持续 32 个月, 在此轮周期中并未出现新型传染病的爆发, 主要是受到供需关系的影响, 2010 年中因能繁母猪数量的减少开始在生猪供应端有所体现, 价格迎来反弹, 后也因产能的恢复而一路下行, 2013 年 5 月国家开启冻猪肉收储工作以稳定市场, 短期价格小幅反弹。

第三轮周期为 2014 年 5 月-2018 年 5 月, 价格于 2016 年 6 月达到 21.2 元/公斤的峰值, 上行 25 个月, 下行 23 个月。2014 年起因受到环保政策的影响, 大量散户退出市场, 叠加 2015 年上半年爆发的猪丹毒疫情, 生猪存栏受到影响, 价格走高, 后因供需关系进入下行通道, 并伴随季节性调整。第四轮周期为 2018 年 5 月-2021 年 10 月, 受非瘟影响, 我国能繁母猪的数量在 2019 年大幅减少, 至 2019 年 11 月, 能繁母猪存栏量首次实现环比增加 0.6%, 在 12 月生猪存栏量也首次实现环比增长 2%。《2019 年国民经济和社会发展统计公报》显示 2019 年末, 我国生猪存栏 31041 万头, 同比下降 27.5%; 生猪出栏 54419 万头, 同比下降 21.6%; 全年猪肉产量 4255 万吨, 同比下降 21.3%。从价格角度看, 2019 年 11 月前, 生猪价格达 41 元/公斤, 为历史最高水平, 后 2020 年于高位波动调整, 2021 年初, 价格进入下行通道。

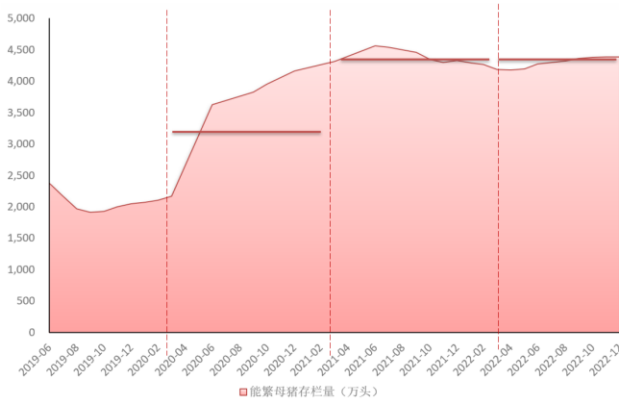
图 11: 历史猪周期猪价走势 (元/公斤)



数据来源: Wind, 西南证券整理

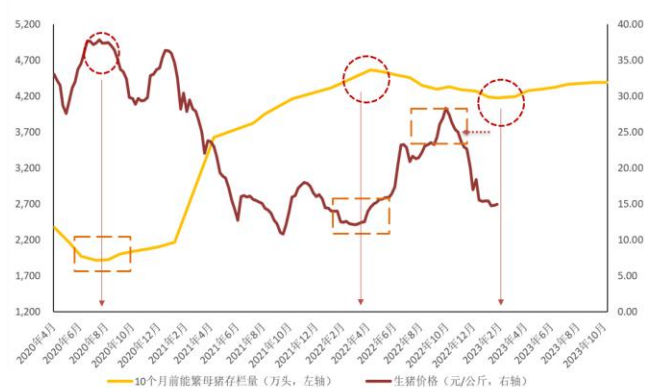
21 年生猪价格一路下跌至 10 月筑底, 后因气温降低、腌腊行情需求提升等多方因素的促进, 价格回升, 春节过后, 需求转弱叠加供应相对充足, 生猪价格回落。5-6 月进入快速上升通道, 三季度因市场压栏惜售、二次育肥等因素影响, 生猪价格最高拉升至 28 元/公斤的水平, 但价格上升优先于产能变动, 后上涨乏力, 23 年春节前出现“旺季不旺”的现象。生猪市场供应量存在时滞性, 可参考当前时点回溯十个月的能繁母猪存栏量而粗略估计生猪供应量, 例如 23 年 12 月的生猪量受到 23 年 2 月能繁母猪存栏量的影响, 在判断 23 年全年生猪价格时, 参考 22 年 3 月-23 年 2 月能繁母猪存栏量平均数量, 与 22 年所对应指标进行比较, 得出结论认为从供需面看 23 年生猪养殖平均景气度将与 22 年水平相近。另一方面从生物安全角度考虑, 各地存在非瘟疫情散点频发的情况, 生物安全问题或将在初期导致生猪价格下跌, 进一步催化行业去产能, 为 24 年价格提升奠定基础。在此发展过程中, 优质养殖企业把握成本优势, 科学养殖提高效率, 发展前景光明。

图 12: 能繁母猪存栏量



数据来源: 农业农村部, 西南证券整理

图 13: 生猪价格与十个月前能繁母猪存栏量



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

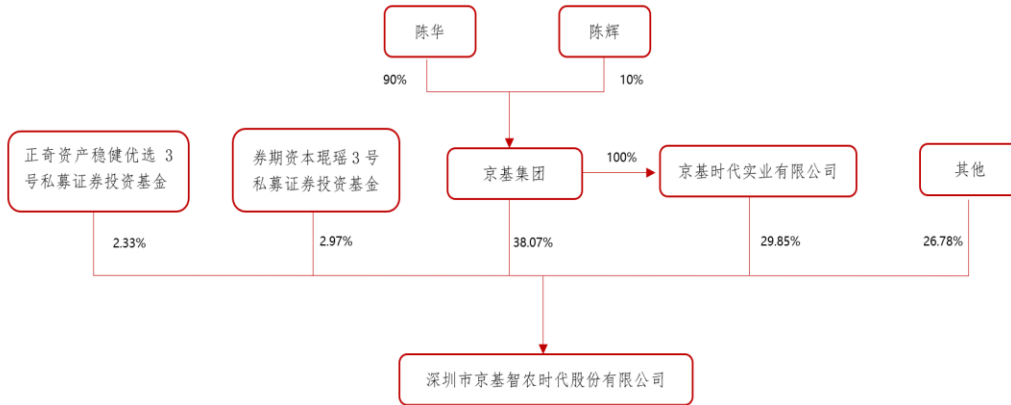
稳健发展, 降本增效, 于周期中不断成长。 养殖企业的盈利不应单纯依赖于周期波动中价格的变化, 核心的竞争力是提高养殖效率从而有效控制成本。优质养殖企业需要具有产能扩张所必需的**现金流**, 资金实力是第一道门槛, 以保证在必要时进行能繁母猪的补栏行动,

抢占市场份额，在市场波动的过程中，若遇到亏损，养殖企业需保持资金流动性；**经营成本的管控与防控疫病的水平**将共同作用成为后续发展过程中的重要课题，在饲料成本以及防疫要求不断提高的当下，规模养殖场的防疫意识更强、水平更高，竞争优势愈发明显。

3 公司分析：注重生物安全，把握地域优势

公司 1979 年成立至今已有 44 年历史，起初成立时主营业务为禽类饲养；1992 年公司更名为深圳康达尔实业，开始地产板块的业务经营；1993 年成立运输公司，经营范围进一步拓宽。1994 年以深圳康达尔的名字在 A 股上市，1997 年成立康达尔饲料公司，2012 年公司出资 2485 万收购惠州正顺康畜牧发展有限公司 70% 的股权，尝试以饲料产业为核心的农业一体化发展，2013 年收购厦门牧新实业，进一步延伸农业产业链。康达尔因未在法定期限内披露 2017 年年度报告及 2018 年第一季度报告，并在自 2018 年 5 月 2 日停牌起的两个月内未披露上述定期报告，自 18 年 7 月 2 日变更为 *ST 康达。2018 年京基集团以 9.4 亿元收购 *ST 康达股份 10% 的股份，收购完成后持有股份比例为 41.7%，成为公司第一大股东也是实际控制人。2019 年 9 月京基集团受让罗爱华、陆伟民合计持有的华超投资 100% 股权（华超投资直接持有 *ST 康达 116,641,816 股股份，占 *ST 康达股份总数的 29.85%），本次收购后，京基集团及其一致行动人将合计控制 *ST 康达 71.5% 的股份。2019 年 10 月公司股票被实行退市风险警示的情形已消除，更名为康达尔。2020 年 4 月公司发布公告正式更名为深圳市京基智农时代股份有限公司。

图 14：公司股权图



数据来源：Wind，西南证券整理

专心于养殖业务，地产经营存量业务，有望提供现金流支持。根据公司 22 年年报数据，养殖业务营收占比为 39%，地产业务收入占比为 45%。养殖方面，公司以供应粤港澳大湾区市场为目标，在广东及周边地区建有多个大型生猪养殖基地，以子公司为载体开展饲料研发、生产、销售，同时经营有少量种鸡业务、肉鸡养殖与销售业务。而地产则被定位为公司支持型业务，自行或与第三方专业机构合作等形式对既有的存量土地开发和运营，2022 年山海御园项目按照规划的时间节点销售，于 2022 年 12 月底至 2023 年 1 月初期间分批次办理了集中入伙，山海公馆项目住宅部分于 2022 年 6 月顺利开盘，半年时间销售 1.6 万平方米，销售金额 10.6 亿（规划计容建筑面积 8.9 万平方米）。未来公司将深化农业主业的发展战略，地产业务方面围绕山海公馆、山海御园项目展开工作，做好山海御园的持续入伙、山海

公馆的建设交付并实现 23 年顺利入伙，未来随尚未销售的部分顺利实现销售，销售收入结转，公司现金流方面有所支撑，有助于养殖业务发展。

公司建设现代化、规模化、高标准生猪养殖基地，筑牢生物安全优势，经营模式主要是楼宇聚落式、自繁自养。公司采用“6750”标准化生产线模式，即 750 头祖代母猪、6000 头父母代母猪及相应的育肥商品猪在一个区域内组织实施闭群、批次化、满负荷均衡生产，具有适度规模化、运作效率高的特点，能有效减少外来病原，提高猪群的健康度。公司将空间纵向拓展，楼宇养殖通常建设楼层为 4 层以上，相较于平层养殖可明显减少占地面积。另外公司重视环保绿色养殖，采用自动清粪、干湿分离模式，猪舍外采用罐式发酵，实现粪污全密闭生物发酵处理，形成有机肥用于当地农作物，形成种养结合的循环生态体系。引入农用灌溉水平的污水处理系统，中水回用，减少水资源浪费，实现达标排放和循环利用。

图 15：文昌项目尾水资源化再生站



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 16：公司生猪养殖大楼



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司高度重视生物安全建设，运用科技智慧喂养，全力防空疫病降本增效。猪舍均配备自动喂料、自动饮水、自动环控，减少人员流动，避免携带外部病菌，造成猪只感染；封闭式管理与闭群生产能有效减少猪只转运及饲料运输环节，避免生猪与外来猪只、物料的接触，从而降低疫病传播风险。公司安装有空气过滤新风系统、大数据管理等智慧养殖系统，提升生产管理效率。新风系统根据在密闭的室内一侧用专用设备向室内送新风，再从另一侧由专用设备向室外排出，在室内会形成“新风流动场”，从而满足室内新风换气的需要。新风系统再将外部空气送入前会先进行过滤，可进一步有效地阻隔细菌病毒，降低感染几率。自项目设计环节开始，公司便将生物安全防控放在重要位置，尤其是非洲猪瘟，成立了专门的“非洲猪瘟防范与控制领导小组”，建立完善的操作流程和严格内控制度，未来亦将不断提升生物安全防控水平，从而提高养殖效率，为业绩增长提供基础。

公司生猪养殖所布局区域具有价格优势。公司生猪养殖以粤港澳大湾区为核心，分布于广东、广西、海南三省，与深圳市市场监督管理局就深圳市“菜篮子”产品稳产保供合作事宜签署《战略合作框架协议》，优先向深圳市供应生猪及各类肉制品，现有徐闻、高州、贺州、文昌四个项目投产，**共计产能布局 225 万头**，对应产能分别为 90 万头、45 万头、60 万头、30 万头（目前贺州二期项目尚未完全建成）。

徐闻：2019 年 8 月公司与徐闻县人民政府签订养猪项目投资框架协议，项目总投资约 30 亿元，分三期进行开发。徐闻县政府在符合畜禽养殖规划的前提下，向公司推荐达到出让条件的符合需求面积的土地，依法出让出租该土地；积极协助公司争取国家、省、市有关产

业化龙头企业扶持政策，公司则需带动当地养殖户发展。产业链项目采用批次化自繁自养的经营模式，规划建设养殖核心区、饲料生产区、屠宰加工区、食品冷链区、生态循环区等五大功能区，占地面积 5000 余亩，年出栏商品猪设计产能 90 万头。一期位徐闻县前山镇，占地面积 2400 多亩；二期位于前山镇黄铜树岭，由生活区、生产区、有机物资源中心组成；三期位于和安镇，为“立体聚落式”楼房养殖模式。

高州：2019 年公司与广东省高州市人民政府签订合作框架协议，政府在符合畜禽养殖规划的前提下，对项目建设所需用地给予支持；协助公司争取国家、省、市有关扶持政策，为项目建设和运营提供全过程政务服务。公司则需积极带动当地养殖户发展，助力精准扶贫和乡村振兴，助力高州市一、二、三产业融合发展，帮助当地农民脱贫致富。高州产业链项目采用国际先进的“立体聚落式”楼房养殖模式和自繁自养的经营模式，规划建设饲料生产、生猪养殖、生猪屠宰、食品加工与流通以及其他配套设施，占地面积 2118 亩，年出栏商品猪设计产能 45 万头。

图 17：公司文昌项目俯视图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 18：徐闻饲料厂航拍图

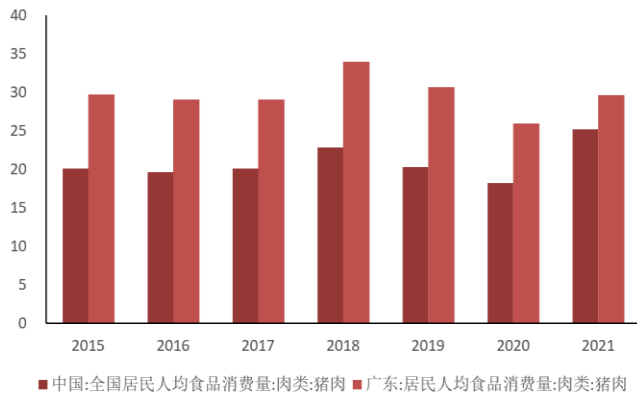


数据来源：公司官网，西南证券整理

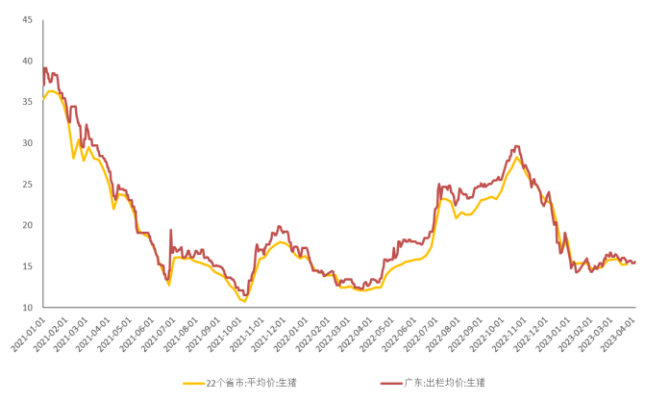
贺州：公司于 2020 年 5 月与广西贺州市人民政府签署《京基智农贺州市年出栏 500 万头生猪全产业链项目合作框架协议》(项目建设规划内容包括含原“年出栏 200 万头生猪养殖产业链项目”在内)，项目总计 31 条生产线，年出栏 500 万头(包括公猪站、核心群、扩繁群、商品母猪群、育肥场，拟分四期投资建设)、产能为 180 万吨/年的饲料厂项目(包括猪饲料厂、预混料厂，拟分四期投资建设)、屠宰加工项目、仓储和冷链物流项目(包括冷库、物流、热鲜运输与销售、冷鲜运输、供深体系等项目)。项目总投资约 160 亿元，其中养殖项目计划投资约 126.8 亿元，饲料厂项目计划投资约 8.1 亿元，屠宰加工项目计划投资约 16-21 亿元，仓储和冷链物流项目计划投资约 4 亿元。项目一期位于八步区仁义镇东江村，占地面积约 1200 亩，年出栏商品猪设计产能 30 万头；二期位于平桂区羊头镇大井村，占地面积约 1300 亩，年出栏商品猪设计产能 30 万头，截至 22 年，项目一期已投产。

文昌：2019 年 11 月公司与文昌市人民政府签订项目招商投资框架协议书，项目内容为新建饲料生产、生猪养殖、生猪屠宰、食品加工与流通以及其他配套设施。项目分两期进行，其中一期项目包括饲料生产、生猪养殖及其他必要配套设施，二期项目包括生猪养殖、生猪屠宰、食品加工与冷链物流及其他必要配套设施。计划投资 10 亿元，规划设计年产能能为肉猪 30 万头，总占地面积约 1412 亩，建筑面积约 29 万平方米，主要建设内容包括：1500 头 GP 祖代种猪生产线 1 条、6000 头 PS 父母代种猪生产线 2 条、150 头公猪站 1 座，以及存栏 1.2 万头的保育育肥猪舍 11 组。

南方生猪价格略高于全国平均水平。我们在南方众多省市中选择广东省生猪价格为参考，将之与全国平均生猪价格相比较，可见其略高于平均水平，截至 2023 年 4 月 4 日，根据养猪数据中心的数据，广东省平均生猪价格为 15.44 元/公斤，全国平均生猪（外三元）价格为 14.53 元/公斤。从消费角度看，广东省人均猪肉消费量明显高于平均水平，2021 年根据国家统计局数据，广东省、全国人均猪肉消费量分别为 29.6 公斤、25.2 公斤，这主要是饮食习惯所造成。供需之间所存在的缺口，即为生猪价格较高的原因，这主要是广州气候潮湿炎热、环保政策等原因使得本地生猪养殖的量比较少。另一方面禁调令限制了外部省市的生猪供给，广东省农业农村厅 22 年 4 月 14 日发布消息，2022 年 5 月 1 日起，暂停省外屠宰用生猪调入广东省，获得国家非洲猪瘟无疫区、无疫小区评估认定的省外生猪养殖企业，可“点对点”调运屠宰用生猪到广东省。“点对点”调运距离，原则上不超过 1000 公里。省外种猪、仔猪(重量在 30 公斤以下且用于育肥饲养)可“点对点”调运到广东省。此前自外省运输入粤的生猪，受此政策影响，短期内无法实现供给，这对广东省生猪自给率提出了较高要求。公司把握价格优势，承担企业社会责任，保障供给的同时获得业绩增长。

图 19：全国/广东省人均猪肉消费量（公斤/年）


数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 20：广东省与全国平均生猪价格（元/公斤）


数据来源：wind，西南证券整理

公司作为科技化养殖企业，持续进行研发育种工作。早在 1997 年公司“康达尔黄鸡 128 配套系”成为全国首个通过国家级审定的黄鸡配套系，由此培育的“康达尔黄鸡”被列入国家家禽基因库。畜类育种则始于 1995 年，经深圳市政府批准，京基智农以种猪繁殖为中心，开始发展养猪业。公司在农业部种猪质量检测中心测定评比中多次获得第一、二名佳绩。截至 2022 年公司能繁母猪存栏量 11.1 万头，组建高学历专业育种团队，持续提升公司在选配选留、种猪测定等方面的基础规范操作能力，并采用数量遗传等工具稳步提升遗传性能。2019 年公司与华南农业大学签订战略合作框架协议，公司首年出资 500 万在华南农大设立生猪健康养殖研究院，开展生猪健康养殖方向的产业技术攻关。2021 年公司与中国农业科学院（深圳）农业基因组研究所签订战略合作框架协议，共创生猪育种创新研发中心，围绕生猪种业“卡脖子”技术开展攻关，推动关键技术和产业链延伸技术的研发与创新，提升生猪种业自主创新水平，高质量商业化育种体系典范，培育具有自主知识产权的优良种猪，促进“良种猪国产化”目标的实现。

公司拥有丰富的饲料业务的经营优势，把握原材料成本优势，创新推动营养技术提升。公司所处地域靠近东南亚地区饲料原料资源广泛、价格低廉，大型港口较多，以海运方式采购原料运输成本较低。另一方面因公司对各种原材料利用水平较高，当个别材料产生价格波动时，公司可灵活进行配方调配。各生猪养殖项目建设时均设立有配套的饲料厂，领先的生

物安全控制技术和先进的智能自动化生产设备能有效减少人力干预，高精度、无残留、自动化、全程可追溯，在保障生产安全、生物安全的前提下，确保产品质量稳定可靠，节能高效，掌握饲料工业高端核心科技。研发投入中多个项目均围绕饲料业务展开，包括猪配合饲料中饲用豆粕减量替代技术研究、肉鸡配合饲料中添加不同脂肪源对麻黄的影响研究、生鱼配合饲料中植物蛋白替代动物蛋白的研究等。

公司当前投产产能为 225 万头，系高州、徐闻、文昌、贺州（一期）项目陆续建成投产，后续产能布局位于茂名、梅州、开平、新会、台山、肇庆等地，未来随各个项目逐渐建成投产，公司生猪养殖出栏数量有望迅速提升，结合地域、饲料、科学养殖、生物安全等各项优势，公司经营前景光明。

表 3：公司签订与养殖项目相关合作协议框架

时间	协议方	重点内容
2019 年 8 月 21 日	高州市人民政府	年出栏 100 万头生猪产业链项目
2019 年 8 月 21 日	徐闻县人民政府	徐闻县年出栏 100 万头生猪产业链项目
2019 年 10 月 30 日	茂名市电白区人民政府	康达尔茂名市电白区年出栏 50 万头生猪产业链项目，
2019 年 11 月 13 日	梅州市农业农村局	康达尔梅州市年出栏 60 万头生猪产业链项目
2019 年 11 月 18 日	文昌市人民政府	康达尔文昌市年出栏 30 万头生猪养殖产业链项目
2019 年 11 月 30 日	贺州市人民政府	康达尔贺州市年出栏 200 万头生猪养殖产业链项目
2020 年 1 月 20 日	开平市人民政府及江门市农业农村局	年出栏 15 万头生猪养殖基地项目
2020 年 1 月 20 日	新会区人民政府及江门市农业农村局	年出栏 15 万头生猪养殖基地项目
2020 年 1 月 20 日	台山市人民政府及江门市农业农村局	年出栏 20 万头生猪养殖基地项目
2020 年 5 月 18 日	汕尾市农业农村局	京基智农汕尾市年出栏 60 万头生猪养殖产业链项目。
2020 年 5 月 22 日	贺州市人民政府	建设年出栏 500 万头生猪产业链项目（包括 19 年底签订的 200 万头在内），总计 31 条生产线的年出栏 500 万头生猪养殖项目（包括公猪站、核心群、扩繁群、商品母猪群、育肥场，拟分四期投资建设）、产能为 180 万吨/年的饲料厂项目（包括猪饲料厂、预混料厂，拟分四期投资建设）、屠宰加工项目、仓储和冷链物流项目（包括冷库、物流、热鲜运输与销售、冷鲜运输、供深体系等项目）。
2020 年 8 月 13 日	阳江市人民政府	京基智农阳江市生猪养殖产业链
2020 年 10 月 13 日	云浮市云安区人民政府	京基智农云浮市云安区年出栏 200 万头生猪养殖全产业链项目，计划 5 年完成，投资约 60 亿元人民币
2021 年 3 月 1 日	肇庆市人民政府	京基智农肇庆市年出栏 200 万头生猪养殖全产业链项目，包括肇庆市高要区禄步镇年出栏 50 万头生猪养殖产业链项目（已于 2020 年 12 月 17 日签约）以及肇庆市德庆县年出栏 150 万头生猪养殖全产业链项目。

数据来源：公司公告，西南证券整理

专业化运营，精细化管理，人才团队保障迅速发展。截至 22 年末，公司已经形成 2,500 余人的现代农业团队。且公司养殖模式为楼房养殖，育肥人效可达到 3,400-3,500 头/人，显著高于传统养殖模式下的人效水平，从而整体人工成本较低。另一方面公司与华南农业大学合作成立华南农业大学京基智农技术研究院，深度合作技术科研课题，并专项提供业务指导和技术支持；与广东茂名农林科技职业学院等多所专业院校成立京基智农人才班，形成技术生源储备及技术人才支持；完善生产技术体系及内部激励机制，报告期内组织近二十场中层内部竞聘，内部竞聘晋升逐渐成为补充中高层岗位的稳定来源。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：地产板块公司未来策略为经营存量业务，截至 22 年公司地产存量价值为 148 亿元，22 年计入营收 27 亿元，未来将逐步完成销售结转，预计 23-25 年相关业务收入变化幅度为 80%/-20%/-30%，对应毛利率分别为 66%/66%/68%。

假设 2：参考生猪及能繁母猪目前的存栏量以及未来发展趋势，公司生猪产业不断建设并投产，预计 23-25 年公司生猪出栏数量为 200/240/400 万头，考虑猪价市场波动，当前市场产能去化或将提升 24 年整体养殖景气度，在养殖成本不变的情况下，公司养殖板块毛利预计为 15%/35%/22%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
地产	收入	2,707.48	4,873.46	3,898.77	2,729.14
	增速	22.16%	80.00%	-20.00%	-30.00%
	毛利率	54.66%	66.00%	66.00%	68.00%
养殖	收入	2,347.20	3,755.52	6,008.83	8,412.36
	增速	872.89%	60.00%	60.00%	40.00%
	毛利率	18.51%	15.00%	35.00%	22.00%
饲料	收入	-8.41	-8.58	-8.75	-8.92
	增速	-3.59%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	10.95%	10.00%	10.00%	12.00%
其他	收入	54.46	65.35	78.42	94.11
	增速	190.14%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	20.47%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	5,995.7	9,625.2	11,010.0	12,362.0
	增速	86.12%	60.54%	14.39%	12.28%
	毛利率	33.74%	40.37%	43.55%	31.23%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

公司所经营业务主要为地产与养殖，故而采用分部估值法，于地产中选择可比公司万科 A、保利发展，养殖业务选择可比公司巨星农牧、温氏股份、牧原股份。根据不同板块毛利的占比，粗略估计其净利润情况，从 2024 年毛利预计情况看，地产板块占比 54%，养殖占比约为 44%，对应净利润为 10 亿元、8.3 亿元。地产板块所选可比公司 24 年对应估值为 7 倍，考虑到公司地产主要经营存量业务，予以 5 倍估值，对应市值为 50 亿。养殖板块 24 年三家可比公司平均 PE 为 11 倍，考虑到公司占据地域优势，体量迅速扩张，生物安全防控等

优势,合理溢价,予以 15 倍估值,对应市值为 125 亿元,整体公司目标市值为 175 亿左右,首次覆盖予以“买入”评级,目标价 33.46 元。

表 5: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
603477	巨星农牧	34.35	0.51	0.31	1.27	3.33	67	111	27	10
002714	牧原股份	49.43	1.31	2.29	5.48	4.61	38	22	9	11
300498	温氏股份	21.40	-2.11	0.81	1.97	1.78	-	26	11	12
平均值							53	53	16	11
600048	保利发展	15.11	2.29	1.53	1.89	2.10	7	10	8	7
000002	万科 A	15.82	1.94	1.94	2.04	2.14	8	8	8	7
平均值							7	9	8	7

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

养殖端突发疫病、下游需求不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5995.66	9625.16	11009.94	12361.91	净利润	796.10	1430.58	1925.71	1225.10
营业成本	3973.01	5739.21	6215.59	8501.41	折旧与摊销	428.32	519.25	544.58	571.49
营业税金及附加	382.78	1184.14	1237.88	1333.42	财务费用	35.65	65.98	111.46	70.74
销售费用	265.34	288.75	385.35	370.86	资产减值损失	-4.72	0.00	0.00	0.00
管理费用	213.64	385.01	440.40	432.67	经营营运资本变动	427.05	-4927.46	95.31	479.98
财务费用	35.65	65.98	111.46	70.74	其他	-661.23	105.00	-26.92	-27.21
资产减值损失	-4.72	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1021.17	-2806.65	2650.15	2320.10
投资收益	21.58	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1021.64	-700.00	-400.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-826.56	-58.51	44.84	56.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1848.20	-758.51	-355.16	-243.58
营业利润	1047.24	1992.08	2649.26	1682.81	短期借款	162.00	6573.04	-1491.14	-1329.79
其他非经营损益	-53.81	-46.00	-46.00	-46.00	长期借款	47.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	993.43	1946.08	2603.26	1636.81	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	197.33	515.50	677.54	411.72	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	796.10	1430.58	1925.71	1225.10	其他	-768.27	-340.74	-111.46	-70.74
少数股东损益	23.02	38.31	50.60	31.39	筹资活动现金流净额	-558.75	6232.30	-1602.61	-1400.53
归属母公司股东净利润	773.07	1392.27	1875.11	1193.70	现金流量净额	-1385.79	2667.15	692.39	675.99
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2145.44	4812.58	5504.97	6180.96	成长能力				
应收和预付款项	214.18	444.67	485.40	578.70	销售收入增长率	86.12%	60.54%	14.39%	12.28%
存货	6095.36	8793.42	9524.53	13037.04	营业利润增长率	57.22%	90.22%	32.99%	-36.48%
其他流动资产	929.29	1563.25	1757.92	1935.48	净利润增长率	99.73%	79.70%	34.61%	-36.38%
长期股权投资	15.43	15.43	15.43	15.43	EBITDA 增长率	69.85%	70.55%	28.25%	-29.66%
投资性房地产	12.80	14.77	14.12	14.05	获利能力				
固定资产和在建工程	5381.45	5565.95	5425.11	5157.37	毛利率	33.74%	40.37%	43.55%	31.23%
无形资产和开发支出	47.87	46.61	45.35	44.09	三费率	8.58%	7.69%	8.51%	7.07%
其他非流动资产	2694.22	2691.74	2689.26	2686.78	净利率	13.28%	14.86%	17.49%	9.91%
资产总计	17536.05	23948.42	25462.09	29649.89	ROE	29.90%	34.88%	31.95%	16.89%
短期借款	227.00	6800.04	5308.89	3979.11	ROA	4.54%	5.97%	7.56%	4.13%
应付和预收款项	2448.33	3871.34	4071.11	5333.06	ROIC	61.84%	25.85%	21.56%	13.58%
长期借款	1154.55	1154.55	1154.55	1154.55	EBITDA/销售收入	25.21%	26.78%	30.02%	18.81%
其他负债	11043.75	8020.75	8900.07	11930.62	营运能力				
负债合计	14873.63	19846.67	19434.63	22397.34	总资产周转率	0.37	0.46	0.45	0.45
股本	523.24	523.24	523.24	523.24	固定资产周转率	1.50	2.05	2.49	2.97
资本公积	42.17	42.17	42.17	42.17	应收账款周转率	84.07	85.61	65.85	67.89
留存收益	2066.18	3458.45	5333.55	6527.26	存货周转率	0.76	0.77	0.68	0.75
归属母公司股东权益	2622.83	4023.85	5898.96	7092.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.08%	—	—	—
少数股东权益	39.59	77.90	128.50	159.89	资本结构				
股东权益合计	2662.41	4101.75	6027.46	7252.55	资产负债率	84.82%	82.87%	76.33%	75.54%
负债和股东权益合计	17536.05	23948.42	25462.09	29649.89	带息债务/总负债	9.29%	40.08%	33.26%	22.92%
					流动比率	0.69	0.84	0.95	1.03
					速动比率	0.24	0.37	0.43	0.41
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.48	2.66	3.58	2.28
					每股净资产	5.09	7.84	11.52	13.86
					每股经营现金	1.95	-5.36	5.06	4.43
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1511.21	2577.31	3305.30	2325.05					
PE	16.79	9.32	6.92	10.87					
PB	4.87	3.16	2.15	1.79					
PS	2.16	1.35	1.18	1.05					
EV/EBITDA	6.46	5.16	3.37	3.93					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn