

京基智农 (000048.SZ)

深植广东的楼房养猪新秀，销价优势助力未来成长

增持

核心观点

公司简介：聚焦生猪、深植广东的楼房养殖新秀。公司目前已经形成了聚焦生猪养殖扩张、运作地产存量项目的主业格局。房地产业务方面，公司只做深圳市内的存量项目，今明两年有望开始陆续入伙交付并确认收入，后续将逐渐退出公司主业。生猪养殖业务，公司定位服务粤港澳大湾区，近年在广东及周边广泛开展规模化楼房生猪养殖项目建设，旗下在建及建成产能合计约为220万头，2022年、2023年生猪出栏规划分别约为100万头、200万头。目前公司的产能布局正在快速兑现，2022年前10月已实现出栏总量100.24万头，未来生猪板块将成为公司的核心创收板块。

生猪行业：2023年有望保持较好盈利，看好规模企业出栏成长。据我们对上市猪企复盘，大部分公司受益于养殖规模化的大趋势，只要出栏保持稳定兑现及增长，仍有望实现较好的成长性。当前行业补栏仍较为理性，预判2023年生猪行业仍有望保持300-400元的头均盈利，我们认为当前缺乏大幅扩张的信心与资金基础，在经历前期的产能大幅扩张及周期底部的深亏后，规模企业资产负债结构明显恶化。从标的方面来看，京基智农出栏增长较快、存在销价优势且拥有底部资金储备，我们认为其有望成为本轮周期中的成长标之一。

公司看点：销价优势带来超额收入，资金储备支撑较快量增。（1）**从量来看：**公司闭群繁育体系已经搭建完毕，现有建成在建产能已超220万头，且随养殖项目逐渐满产以及配套自产饲料的跟进，养殖成本存在优化空间，出栏规模有望在周期底部稳步扩张。（2）**从价来看：**广东省生猪市场短期内省外活猪调运受限，长期规划自供比例约为70%，区域溢价带来的销价优势可能持续存在，公司有望依靠省内产能享有超额收入。（3）**从确定性来看：**公司地产项目运作稳健，短期偿债压力较小，依靠现金储备和银行授信余额，公司养殖业务有望兑现产能和业绩。

盈利预测与估值：公司作为新晋的自繁自养楼房养殖标的，具备较快量增、超额收入、资金充足三重特质，有望成为本轮周期成长标的，我们预计公司2022-2024年归属母公司净利润分别为3.2/13.6/6.9亿元（-17.2%/323.0%/-49.3%）。EPS分别为0.62/2.61/1.32元。通过多角度估值，预计公司合理估值19.5-21.6元，较当前股价有10-15%的溢价空间，首次覆盖，给予增持评级。

风险提示：生猪不可控动物疫病大规模爆发，房地产业务资金紧张等风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,072	3,221	6,305	13,372	11,437
(+/-%)	-17.2%	-20.9%	95.7%	112.1%	-14.5%
净利润(百万元)	867	389	322	1364	691
(+/-%)	-21.3%	-55.1%	-17.2%	323.0%	-49.3%
每股收益(元)	2.15	0.74	0.62	2.61	1.32
EBIT Margin	26.3%	18.1%	7.5%	16.3%	12.4%
净资产收益率 (ROE)	31.5%	15.4%	11.4%	34.9%	15.7%
市盈率 (PE)	8.6	24.8	30.0	7.1	14.0
EV/EBITDA	13.5	27.8	31.1	13.7	16.8
市净率 (PB)	2.70	3.82	3.43	2.47	2.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

农林牧渔·养殖业

证券分析师：**鲁家瑞** 联系人：**李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruihan@guosen.com.cn
 S0980520110002

联系人：**江海航**
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	19.49 - 21.56元
收盘价	18.54元
总市值/流通市值	9701/9701百万元
52周最高价/最低价	26.71/15.47元
近3个月日均成交额	54.25百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司简介：聚焦生猪、深植广东的养殖新秀	5
公司简介：生猪养殖为战略主业，房地产只做存量项目	5
公司治理：股权分布较为集中，非主业剥离已完成	5
经营情况：肥猪出栏快速增长，养殖成本持续下降	7
生猪行业：2023 年有望保持较好盈利，看好规模企业出栏成长	10
周期本质：猪价波动有规律，规模企业有成长	10
股价复盘：规模养殖浪潮下，上市公司均有较好的周期成长性	11
周期预判：行业补栏较为理性，看好 2023 年猪价景气延续	12
公司看点：区位优势带来超额收入，资金充足支撑稳步扩张	14
底部扩产：聚焦楼房养殖，规划产能约 200 万头	14
区位优势：广东生猪供应依赖外省，当地养殖具有超额收入	16
资金充足：地产项目运作平稳，储备资金较为充足	18
盈利预测	21
假设前提	21
未来 3 年业绩预测	22
盈利预测的敏感性分析	22
估值与投资建议	23
绝对估值：20.0-21.6 元	23
相对估值：19.5-20.3 元	24
投资建议	25
附表：财务预测与估值	28
免责声明	29

图表目录

图 1: 京基智农主营业务分为现代农业、房地产业两大板块	5
图 2: 公司业务深植广东本地	5
图 3: 公司养殖业务定位服务粤港澳大湾区市场	5
图 4: 公司分布较为集中, 实控人陈华 (截至 2022 年 7 月 20 日)	6
图 5: 公司猪业产品收入占比稳步提升, 2022H1 为 63%	7
图 6: 房地产业务 2021 年仍为公司主要创收业务	7
图 7: 公司商品猪出栏量增长迅速	8
图 8: 受生猪养殖亏损影响, 公司短期盈利承压明显	8
图 9: 公司营业收入情况	8
图 10: 公司归母净利润情况	8
图 11: 公司单季度营业收入情况	8
图 12: 公司单季度归母净利润情况	8
图 13: 京基智农头均盈利水平处于上市同行中的中游水平	9
图 14: 补栏有一定生产时滞, 能繁母猪存栏变动对应约 10 个月后生猪供应量	10
图 15: 猪周期本质是蛛网模型下的产能超调	10
图 16: 目前国内散养户产能占比仍高	11
图 17: 2016 年起国内生猪养殖 CR10 快速增长	11
图 18: 生猪价格从 2022 年 4 月起企稳上行	12
图 19: 2022 年 Q3 末全国能繁母猪存栏较 Q2 末增加 2.0%	12
图 20: 2022 年 9 月二元母猪销售均价为 42.61 元/公斤, 仍处于较低水平	12
图 21: 2022 年 10 月仔猪价格为 48.35 元/千克, 仍处于周期底部位置	12
图 22: 规模猪企的资产负债率较前几轮周期明显抬升	13
图 23: 公司固定资产快速扩张	15
图 24: 公司在建工程规模维持高位	15
图 25: 公司生产性生物资产规模近年扩张明显	16
图 26: 公司截至 2022 年 9 月末母猪存栏已达 10.5 万头	16
图 27: 广东省的人均猪肉消费明显高于全国平均水平	17
图 28: 广东省的人均猪肉产量明显低于全国人均消费水平	17
图 29: 广东省的生猪均价要明显高于国内其他重要产区	17
图 30: 广东省内同样存在明显的供需错配现象	17
图 31: 广东省能繁母猪持续低位运行	18
图 32: 广东省养殖户在 2021 年下半年经历了深度亏损	18
图 33: 公司经营活动现金流情况	20
图 34: 公司截至 2021Q3 末的货币资金余额为 21 亿元	20

表 1: 公司非主业剥离已经在 2020 年基本完成	6
表 2: 公司控股股东及其全资子公司累计质押股票数量占公司总股本的 45.10%	7
表 3: 自 2019 年下半年以来, 公司加速布局养殖业务, 广泛开展战略合作	14
表 4: 公司目前建成及在建产能已超 220 万头	15
表 5: 公司养殖基地的配套饲料厂建设正在快速推进, 未来有望降低公司养殖成本	15
表 6: 公司核心高管养殖经验丰富	16
表 7: 广东省自 2022 年 5 月 1 日起严格限制省外屠宰用活猪调入省内	18
表 8: 公司短期负债以主要由合同负债和其他应付款构成	19
表 9: 公司山海御园项目截至 2022H1 末的累计预售(销售)比例接近 80%	19
表 10: 公司房地产开发项目货值占比较高	19
表 11: 京基智农业务拆分	21
表 12: 未来 3 年盈利预测表	22
表 13: 情景分析(乐观、中性、悲观)	22
表 14: 公司盈利预测假设条件(%)	23
表 15: 资本成本假设	23
表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)	23
表 17: 同类公司估值比较	24

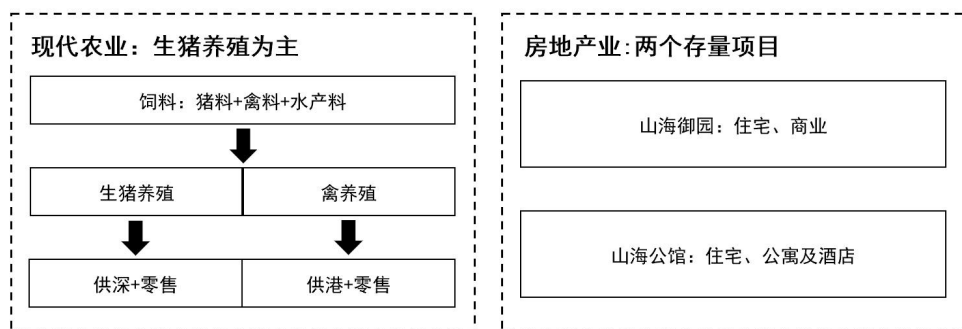
公司简介：聚焦生猪、深植广东的养殖新秀

公司简介：生猪养殖为战略主业，房地产只做存量项目

现代农业：作为国内推出首个国家级审定黄鸡配套系的农牧企业，公司在养殖领域已拥有四十余年的经验积淀。从业务构成来看，公司饲料以内销为主，养殖业务前期主做鸡苗和肉鸡，近年正聚焦生猪养殖，在广东及周边开展规模化生猪养殖项目建设，目前在建及建成产能已达 225 万头，2022 年、2023 年生猪出栏规划分别为 100 万头以上、200 万头以上。从销售区域来看，公司定位服务粤港澳大湾区市场，旗下养殖基地已开拓肉鸡供港、深圳生猪保供、连锁零售等多类重要渠道，未来待生猪养殖业务不断放量，现代农业将成为公司的核心创收板块。

房地产业务：该板块目前只做山海御园、山海公馆两个存量项目，未来将逐渐退出公司主业。具体来看，按照公司披露的调研活动信息，山海御园预计将于 2022 年四季度交付并确认收入，山海公馆预计将于 2023 年下半年交付并确认收入。

图1：京基智农主营业务分为现代农业、房地产业两大板块



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司业务深植广东本地



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图3：公司养殖业务定位服务粤港澳大湾区市场



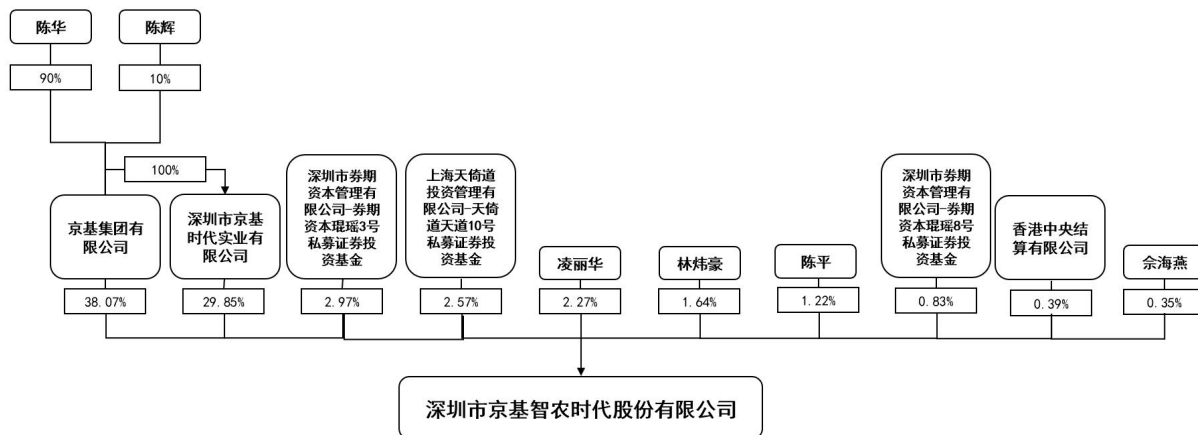
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司治理：股权分布较为集中，非主业剥离已完成

公司股权分布较为集中。京基智农的控股股东为京基集团有限公司，截至 2022

年 9 月 30 日的持股比例为 67.92%（其中 29.85%通过全资子公司深圳市京基时代实业有限公司间接持有）。京基集团有限公司控股股东陈华为京基智农的实控人，共间接持有公司 61.13%的股权，京基集团有限公司总裁周磊为其一致行动人。

图4：公司分布较为集中，实控人陈华（截至 2022 年 7 月 20 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司非主业剥离已在 2020 年基本完成。2019 年 7 月，公司董事会同意全资设立生猪养殖业务主体广东康达尔农牧有限公司（现已改名为广东京基智农时代有限公司）成立，标志着公司正式开始向聚焦生猪养殖的核心战略迈进。2019 年 9 月，公司运输业务主体深圳市康达尔（集团）运输有限公司、深圳市康达尔交通运输有限公司被正式转让。2020 年 4 月，公司自来水业务主体深圳市布吉供水有限公司 70%股权对应的表决权及相关股东权利被委托给深圳市众鹏实业有限公司行使，自此不再纳入公司合并范围，标志着公司公共事业板块剥离完成，进而形成了当前聚焦生猪养殖业务、运作地产存量项目的业务格局。

表1：公司非主业剥离已经在 2020 年基本完成

时间	涉及业务	内容
2020 年 4 月 13 日	自来水业务	将公司持有的深圳市布吉供水有限公司 70%股权对应的表决权及由此产生的相关股东权利委托给深圳市众鹏实业有限公司行使，深圳市布吉供水有限公司不再纳入公司合并范围
2019 年 9 月 26 日	运输业务	转让所持深圳市康达尔（集团）运输有限公司 100%股权及深圳市康达尔交通运输有限公司 49%股权的工商变更登记手续完成
2019 年 9 月 12 日	现代农业	全资子公司广东康达尔农牧有限公司完成工商登记
2019 年 8 月 17 日	运输业务	将子公司深圳市康达尔（集团）运输有限公司 100%的股权及深圳市康达尔交通运输有限公司 49%的股权对外转让
2019 年 7 月 25 日	现代农业	董事会同意立全资子公司广东康达尔农牧有限公司

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司质押余量较大，预警价最高为 10.86 元。截至 2022 年 10 月 11 日，公司控股股东京基集团有限公司累计质押公司股份数量为 8432.39 万股，占其所持公司股份的比例为 42.33%，占公司总股本的比例为 16.12%，其全资子公司深圳市京基时代实业有限公司累计质押公司股份数量为 1.52 亿股，占其所持公司股份的比例为 97.09%，占公司总股本的比例为 28.98%。其中京基集团有限公司质押给华兴银行深圳分行的 2800 万股公司股份预警价格最高，为 10.86 元/股，该笔质押的平仓价格为 9.41 元/股。

表2: 公司控股股东及其全资子公司累计质押股票数量占公司总股本的 45.10%

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例	累计质押股份数量 (万股)	占其所持股份比例	占公司总股本比例
京基集团有限公司	19,919	38.07%	8,432	42.33%	16.12%
深圳市京基时代实业有限公司	15,618	29.85%	15,163	97.09%	28.98%
合计	35,538	67.92%	23,596	66.40%	45.10%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营情况: 肥猪出栏快速增长, 养殖成本持续下降

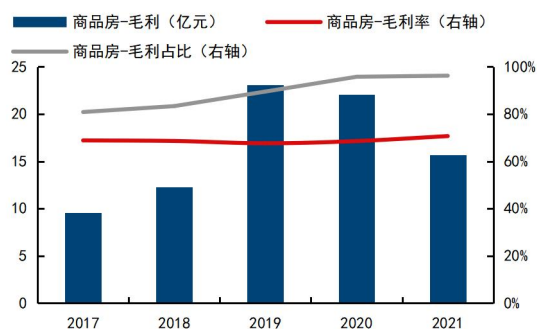
房地产业务 2021 年仍为公司主要创收业务。受前期项目交付影响, 2021 年公司商品房收入为 22.16 亿元, 于总营收中的占比仍接近 70%, 毛利率为 70.67%, 贡献了公司几乎所有的毛利, 毛利率较高主要系公司拿地成本较低。考虑到公司的山海御园项目、山海公馆项目预计分别于 2022Q4、2023H2 开始确认收入, 公司近两年的商品房收入和利润或仍将保持较高水平, 但占比大概率不断递减。

图5: 公司猪业产品收入占比稳步提升, 2022H1 为 63%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

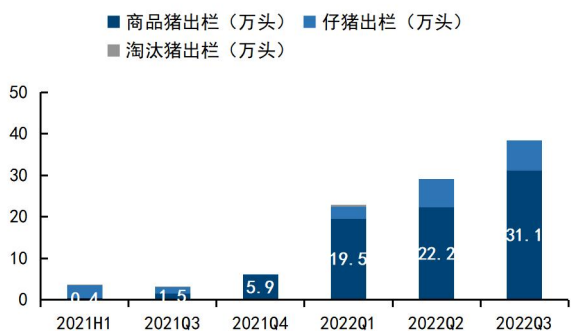
图6: 房地产业务 2021 年仍为公司主要创收业务



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

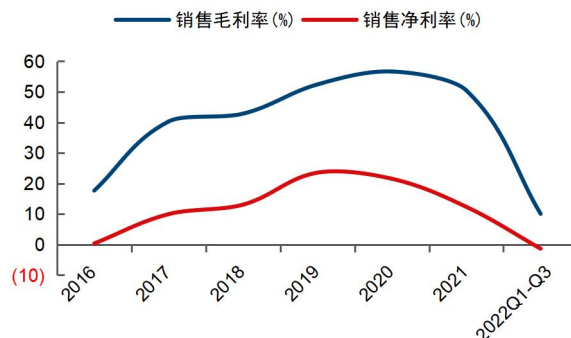
生猪出栏快速增长, Q3 业绩回暖明显。自 2021 年徐闻一期首批肥猪出栏以来, 公司生猪出栏量保持快速增长, 2022 年前三季度生猪养殖业务共实现收入 14.62 亿元, 生猪出栏量同比增加 1165.05%至 89.30 万头, 其中肥猪出栏超 70 万头, 公司的育肥产能布局正在快速兑现。整体来看, 由于上半年猪价整体偏低且公司截至 Q3 末无房产项目结转收入, 公司 2022 年前三季度收入同比减少 24.11%至 21.86 亿元, 归母净利润同比减少 112.40%至 -0.47 亿元。分季度来看, 下半年公司出栏延续快速增长且国内猪价上涨明显, 公司 Q3 业绩实现量利齐增, 收入同比增加 255.37%至 10.91 亿元, 归母净利润同比增加 222.12%至 1.38 亿元。

图7：公司商品猪出栏量增长迅速



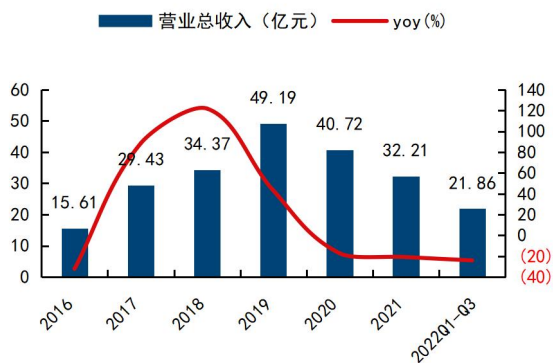
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：受生猪养殖亏损影响，公司短期盈利承压明显



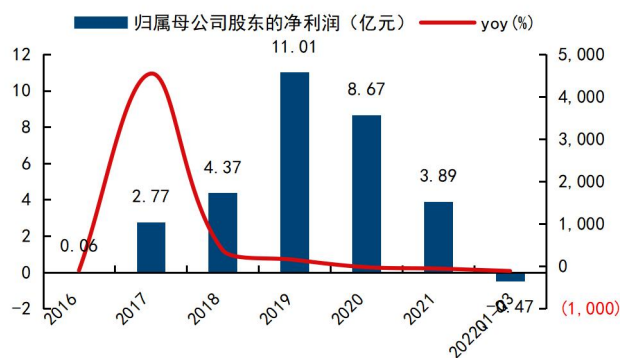
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图9：公司营业收入情况



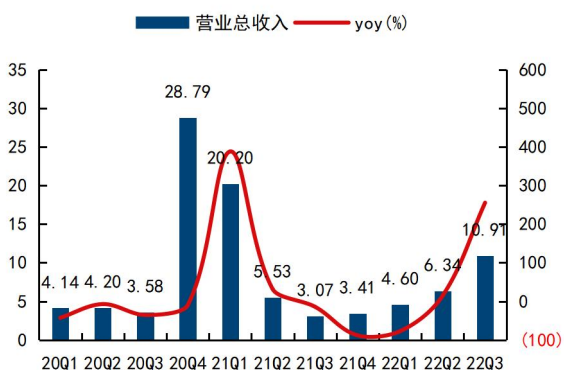
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图10：公司归母净利润情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图11：公司单季度营业收入情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

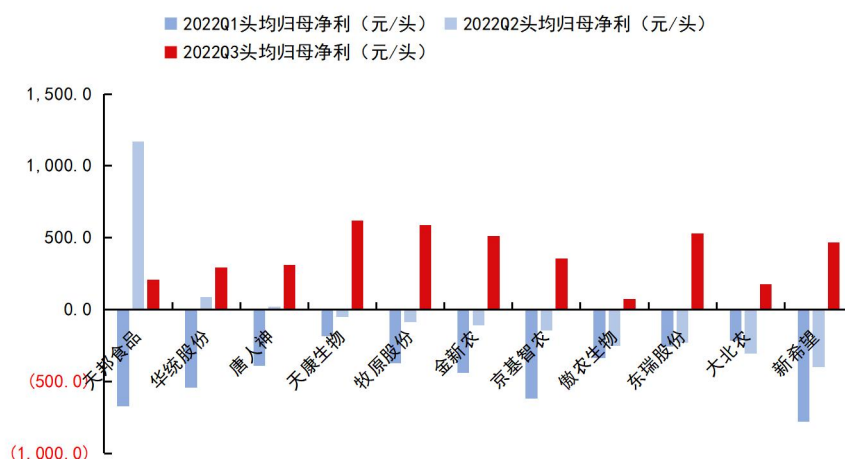
图12：公司单季度归母净利润情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

公司头均盈利水平已处于同行中游水平。按照公司披露信息，随着投产项目产能利用率稳步提升以及配套饲料厂的逐步投产，公司 2022 前三季度出栏肥猪的生产成本仍相较 2021 年全年下降约 0.7 元/kg 至 17 元/千克，公司预计 2022 年全年的完全成本将降至 17-17.5 元/kg。按照公司业绩预告披露，公司 2022 年前三季度无房地产项目集中交付结转收入，我们进一步比较公司和其他上市养殖公司的头均盈利情况可以看出，公司养殖业务 2022 年前三季度的单季盈利水平均处于同行中游水平，考虑到公司现有育肥场并未满产，我们认为公司未来养殖成本仍存在优化空间。

图 13: 京基智农头均盈利水平处于上市同行中的中游水平



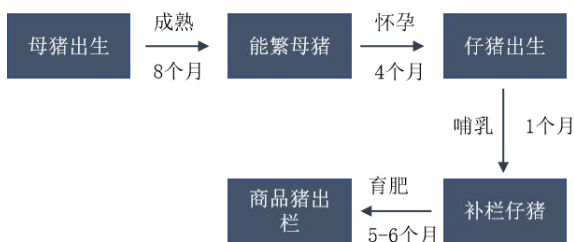
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

生猪行业：2023 年有望保持较好盈利，看好规模企业出栏成长

周期本质：猪价波动有规律，规模企业有成长

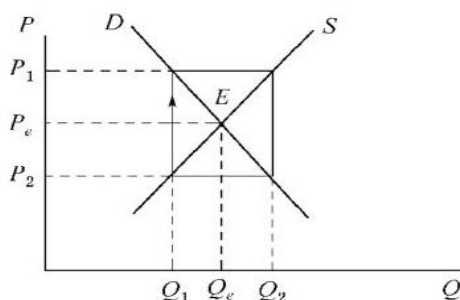
猪周期的波动来源于蛛网模型下的产能超调，基本维持四年一周期的规律性。在猪周期背景下的蛛网模型里，行业产能在猪价的牵引下出现规律性起伏，而产能又决定未来的价格，进而影响新的产能波动。比如，在猪价高时，行业补产能的动力提升，而未来出栏量增多后，猪价又开始重回下降通道，直到降回行业成本线之下，养殖亏损加剧后，行业又开始产能去化。因此猪周期会形成有规律的波动性，同时由于母猪补栏有一定生产时滞，从母猪出生到商品猪出栏需要接近 1.5 年左右的时间，类似的，母猪淘汰带来的未来商品猪减产的周期与扩产周期相同，同样是 1.5 年，再考虑到行业参与者决策与反馈的时间，由此导致猪周期基本维持在 4 年左右的一个时间维度波动。

图 14: 补栏有一定生产时滞，能繁母猪存栏变动对应约 10 个月生猪供应量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 15: 猪周期本质是蛛网模型下的产能超调

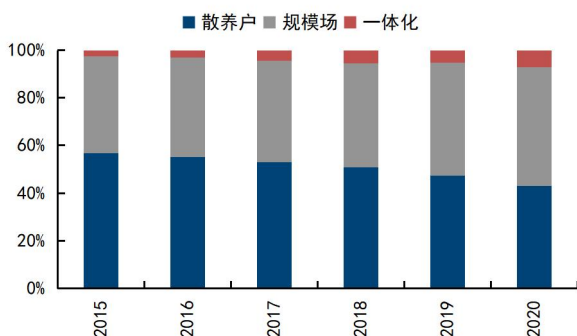


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

农民产能占比仍大，猪周期不存在拉长可能。根据中国畜牧兽医统计年鉴最新披露，2020 年我国年出栏数在 500 头以下的生猪散养户数量仍较多，占全部养殖户数量的比例达 99.22%。根据农业部监测，2020 年农民产能占比仍然较高，年出栏数在 500 头以下的散养户出栏占比达 43%，规模场出栏占比达 50%，一体化场出栏占比接近 7%。我们认为农民产能占比高是可以左侧布局猪周期的核心，因为农民现金储备较弱，只要农民产能占比较高，猪周期就不存在拉长可能，养殖行业就没有太高的持有机会成本，可以时间换空间。

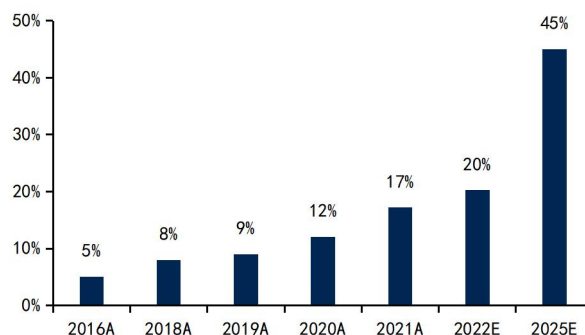
规模企业具备明显的成长性。2016 年开始，以牧原为代表的规模企业开始了规模养殖发展的黄金十年，国内生猪养殖企业前十强的市占率从 2016 年的 5% 快速增长至 2021 年的 17%，头部规模企业迎来了市占率快速提升的黄金成长期。而对标美国的生猪养殖行业，2017 年龙头 Smithfield 市占率为 15%，前七强市占率合计达 41%，未来国内生猪行业仍有很大的规模提升空间。

图16: 目前国内散养户产能占比仍高



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图17: 2016年起国内生猪养殖 CR10 快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

股价复盘: 规模养殖浪潮下, 上市公司均有较好的周期成长性

受益于行业规模化大趋势, 大部分上市企业均表现出较好的成长性。市场关于养殖规模经济的怀疑一直都存在, 原因就在于小的养殖散户养殖成本更低, 他们既可以不考虑自身的工资, 也可以做到充分地精细化养殖, 因此养殖成本低于规模企业。但我们认为, 养殖规模化不能以经济性跟散户对比, 这是静态的低维思想的体现; 如果以动态的思维去看, 我们会发现随着人均工资的提升, 散户是一定要退出历史舞台的。如果散户退出市场, 以不同的规模企业与规模企业之间作比较后, 就会出现明显的规模经济, 因此, 养殖规模不经济这个问题本身就是一个伪命题。另外, 从我们对上市公司复盘来看, 大部分养殖公司在行业集中的过程中, 均表现出较好成长性, 头均市值伴随出栏扩张实现同步增长, 其中, 牧原股份凭借“单位超额收益+出栏快速增长”获得市场认可, 表现尤为突出, 非牧原的上市公司以长周期来看, 成长性依然足够。

规模上市猪企公司凭借出栏快速增长, 长周期的成长性依然充足。我们通过测算及分析生猪公司在前几轮周期中的头均生猪市值变化, 可以得出, 大部分公司每轮周期头均市值的底部和顶部中枢整体均表现出明显的向上增长。底部头均市值方面, 新希望前两轮周期的头均市值最低点分别在 2014 年和 2017 年, 分别为 1000 元和 1594 元左右, 底部头均市值的增幅接近 60%; 雏鹰农牧前两轮周期的头均市值最低点分别在 2012 年和 2018 年 (不考虑后期雏鹰农牧信用违约问题), 分别约 4019 元和 5627 元, 底部头均市值的增幅接近 40%。顶部头均市值方面, 新希望前两轮周期的头均市值最高点分别在 2015 年和 2020 年, 分别为 8816 元和 14708 元左右, 顶部头均市值的增幅接近 67%; 牧原股份前两轮周期的头均市值最高点分别在 2015 年和 2019 年, 分别实现 16356 元和 21028 元左右, 顶部头均市值的增幅接近 29%。

我们认为这些公司头均市值中枢增长的核心驱动主要来自于公司养殖产能及出栏体量的快速增长, 这使得公司不仅在周期底部有望以量补价, 同时更有望在周期反转后受益于量价齐升的双击效应。其中, 新希望 2017 年较 2014 年的出栏增幅为 319%, 2020 年较 2015 年的出栏增幅为 850%; 牧原股份 2019 年较 2015 年的出栏增幅为 404%, 这些上市公司通过产能的持续加码, 终究成为周期上行期高猪价的红利享有者, 由此业绩在猪价上行期亦大幅增长。

综上所述, 我们认为大部分上市公司受益于生猪养殖规模化大趋势, 只要出栏保持稳定兑现及增长, 未来仍有望展现出较好的成长性, 时间持有成本较低。

周期预判：行业补栏较为理性，看好 2023 年猪价景气延续

猪价自 2022 年 Q2 起进入上升周期，预判 2023 年养殖整体仍有望保持较好盈利。从猪价表现来看，本轮周期上行期自 2022 年 4 月正式开启，对应着能繁母猪产能从 2021 年 6 月左右开启环比去化，根据农业部的数据，官方能繁母猪存栏的环比增速从 2021 年 7 月起结束了连续 21 个月的环比增长，开启环比下降，此后在 2022 年 5 月猪价企稳回升后，再次开启环比增长。截至 2022 年三季度末，我国能繁母猪存栏 4362 万头，较二季度末增加 2.0%，较去年存栏高点仍累计调减 202 万头。此外，从 2022 年 7 月开始到现在，生猪价格一直稳定在 20 元/公斤以上的位置，进一步证实了当期生猪供给紧张的现状。

图 18: 生猪价格从 2022 年 4 月起企稳上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 19: 2022 年 Q3 末全国能繁母猪存栏较 Q2 末增加 2.0%



资料来源：农业部，统计局，国信证券经济研究所整理

综合当期行业补栏以及能繁母猪产能恢复的情况，我们预计 2023 年猪价景气依然有望继续维持，行业整体全年仍有望实现头均 300-400 元左右的养殖盈利，具体分析如下：

母猪及仔猪销售价格维持底部位置，表征行业补栏积极性依然较弱。母猪价格方面，根据农业部披露的数据，2022 年 9 月全国二元母猪销售均价为 42.61 元/公斤，对应单头 50kg 重的二元母猪销售均价约 2100 元，仍处于周期底部水平。仔猪价格方面，根据中国种猪信息网披露的数据，2022 年 10 月仔猪价格为 48.35 元/千克，同样处于周期底部位置。

图 20: 2022 年 9 月二元母猪销售均价为 42.61 元/公斤，仍处于较低水平

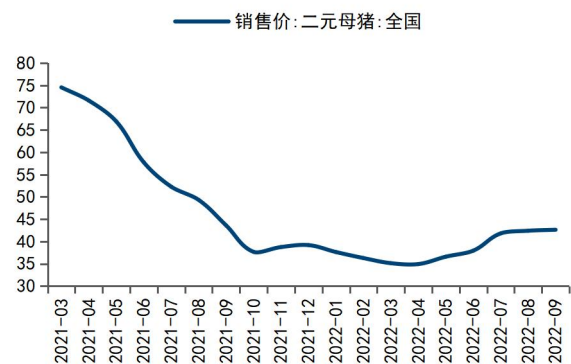


图 21: 2022 年 10 月仔猪价格为 48.35 元/千克，仍处于周期底部位置

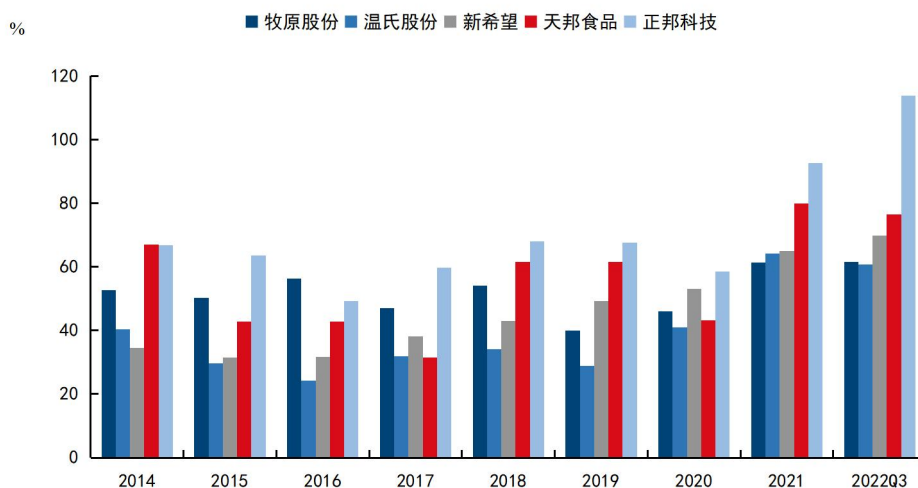


资料来源：农业部，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

规模企业资产负债表恶化，当前缺乏大幅扩张的信心与资金基础。自本轮猪价上行期开始以来，行业补栏积极性较差。我们认为究其原因，主要系大部分企业经历上一轮非瘟周期下的产能快速扩张后，整体运营成本及资产负债率均有所抬升，因此在本轮周期上行期，大部分规模企业缺乏大幅扩张的资金实力与盈利信心，补栏动作较为缓慢。

图 22：规模猪企的资产负债率较前几轮周期明显抬升



资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

因此综合考虑当期母猪产能恢复及行业资金储备情况，我们预判 2023 年生猪养殖仍有望保持较好盈利水平，预计行业整体头均养殖盈利均值有望维持在 300-400 元左右，从截至目前的猪价表现来看，2022 年前十一月的生猪销售均价接近 18.65 元/公斤，明年出栏增速快的企业依然有望受益于猪价景气维持带来的量利齐升。

公司看点：区位优势带来超额收入，资金充足支撑稳步扩张

公司产能稳步跟进，资金储备充足，出栏逆势高速增长有支撑，同时公司成本端优化空间较大，叠加深植广东带来的销价优势，我们看好公司未来成长空间。

底部扩产：聚焦楼房养殖，规划产能约 200 万头

公司 2022 年、2023 年规划生猪出栏量分别约为 100 万头、200 万头，配套母猪和育肥场已基本到位，待相关养殖项目逐渐满产、配套饲料厂陆续投产，分摊费用及饲料成本的下降有望进一步优化公司养殖业务的成本表现，有望在周期底部实现稳步扩张。

◆ 项目建设：聚焦自繁自养楼房养殖模式，建成及在建产能约为 220 万头。

公司自 2019 年 8 月签约高州、徐闻项目以来，公司各地项目建设快速推进。（1）**模式方面**，公司生猪养殖全程自繁自养，除徐闻一期（产能 30 万头）及文昌项目（产能 30 万头）外，其余项目均采用楼房养殖模式，相较平养模式在土地集约、生物安全防控等方面具备明显优势。（2）**建设进度方面**，目前公司的文昌项目徐闻、高州、文昌、贺州一期已引种投产（未达产），贺州二期项目（30 万头）已于 2022 年 9 月完成引种。公司当前建成及在建产能合计已达 225 万头，预计将于 2023 年全部达产。另外，公司江门项目、阳江项目、云浮项目以及肇庆项目也正在稳步推进，公司后续将根据市场行情变化做出合理安排。（3）**投产进度方面**，截至 2022 年 7 月中旬，公司已交付繁殖场栏位 8.8 万头，育肥场栏位接近 80 万头，育肥场产能利用率已达约 70%。（4）**配套饲料厂方面**，公司饲生猪料后期将逐渐转为自供，目前高州、贺州和文昌的配套饲料厂项目已投产，其余项目正快速推进，未来有望降低公司生猪养殖的饲料成本。

表3：自 2019 年下半年以来，公司加速布局养殖业务，广泛开展战略合作

签署时间	协议对方	框架协议内容	项目进展
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	已引种投产
	徐闻县人民政府	年出栏 100 万头生猪产业链项目	已引种投产
2019 年 10 月 30 日	茂名市电白区人民政府	年出栏 50 万头生猪产业链项目	合作正在进行
2019 年 11 月 13 日	梅州市农业农村局	年出栏 60 万头生猪产业链项目	合作正在进行
2019 年 11 月 18 日	文昌市人民政府	年出栏 30 万头生猪养殖产业链项目招商	已引种投产
2019 年 11 月 30 日	贺州市人民政府	年出栏 200 万头生猪养殖产业链项目	一期已引种投产，二期项目（30 万头）已于 2022 年 9 月完成引种
2020 年 1 月 20 日	开平市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	合作正在进行
	新会区人民政府	年出栏 15 万头生猪养殖基地项目	合作正在进行
	台山市人民政府	年出栏 20 万头生猪养殖基地项目	合作正在进行
2020 年 5 月 18 日	汕尾市农业农村局	年出栏 60 万头生猪养殖产业链项目	合作正在进行
2020 年 5 月 22 日	贺州市人民政府	年出栏 500 万头生猪全产业链项目合作框架协议（含上述“年出栏 200 万头生猪养殖产业链项目”）	合作正在进行
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项目	合作正在进行
2020 年 10 月 13 日	云浮市云安区人民政府	年出栏 200 万头生猪养殖全产业链项目	合作正在进行
2020 年 11 月 9 日	广西农业农村厅	将共同构建现代养殖体系等	合作正在进行
2020 年 11 月 9 日	广西农业农村厅	将共同构建现代养殖体系等	合作正在进行
2020 年 11 月 23 日	深圳市市场监督管理局	按照年出栏 500 万头的规模，优先向深圳市供应生猪及各类肉制品	合作正在进行
2020 年 12 月 17 日	肇庆市高要区禄步镇人民政府	年出栏 50 万头生猪养殖产业链项目	合作正在进行
2021 年 2 月 2 日	中国农业科学院（深圳）农业基因组研究所	共建生猪育种创新研发中心等	合作正在进行
2021 年 3 月 26 日	广东省肇庆市人民政府	年出栏 200 万头生猪养殖产业链项目（含上述“年出栏 50 万头生猪养殖产业链项目”）	合作正在进行

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4：公司目前建成及在建产能已超 220 万头

项目名称	规划产能（万头）	建设进度
文昌项目	30	已引种投产
徐闻项目	90	已引种投产
高州项目	45	已引种投产
贺州项目	60	一期已引种投产，二期 2022 年 9 月完成引种

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5：公司养殖基地的配套饲料厂建设正在快速推进，未来有望降低公司养殖成本

项目名称	项目实施主体	投资金额（万元）	项目产能	建设进度
徐闻饲料厂	徐闻县京基智农时代有限公司	13,134.67	年产 36 万吨猪饲料	2022 年 9 月封顶
高州饲料厂	高州市京基智农时代有限公司	7,781.64	年产 18 万吨猪饲料	2021 年 11 月正式投产
贺州饲料厂	贺州市京基智农时代有限公司	24,752.47	年产 36 万吨猪饲料及 6 万吨预混料	已投产
文昌饲料厂	文昌市京基智农时代有限公司	7,124.37	年产 12 万吨猪饲料	已投产

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23：公司固定资产快速扩张



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图24：公司在建工程规模维持高位



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

◆ 引种情况：已构建完成闭群繁育体系，2022Q3 末母猪存栏已超 10 万头。

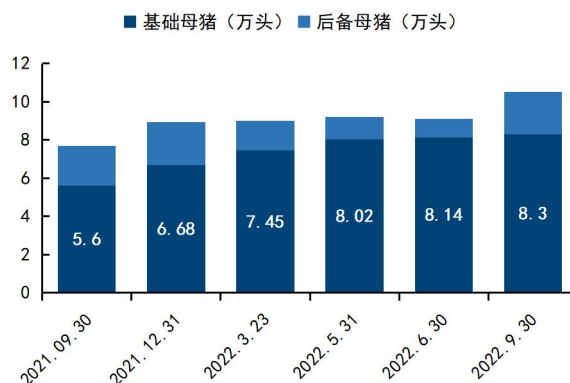
从公司生产性生物资产的变化情况来看，公司引种于 2020 年开始加速。据公司调研信息披露，目前公司已组建完成 1500 头曾祖代群和近 6000 头祖代群（以长白、大白及 PIC 配套系为主），闭群繁育体系的构建工作已完成。（1）**母猪存栏方面**，截至 2022 年 9 月末，公司母猪存栏已达 10.5 万头，其中基础母猪存栏为 8.30 万头。（2）**母猪效率方面**，公司母猪 2022Q1 的 PSY 和 MSY 分别为 21.6 头和 20 头，结栏育肥存活率为 87.49%，上述指标偏低主要系公司母猪尚处建群初期导致分母较大，参考公司高州标杆项目 95% 的结栏育肥存活率，我们认为公司养殖效率未来仍有较大提升空间。（3）**育肥猪存栏方面**，公司育肥产能正快速兑现，公司截至 2022 年 7 月底的育肥存栏已达 63.8 万头，相较 2021 年底增加近 56%。

图 25: 公司生产性生物资产规模近年扩张明显



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 26: 公司截至 2022 年 9 月末母猪存栏已达 10.5 万头



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 养殖团队: 核心高管养殖经验丰富, 育肥场人效处于较高水平

公司养殖业务的核心管理团队经验丰富, 成员均为具有多年集团化专业养殖运营管理经验的专家及人才, 其中副总裁兼首席运营官吴志君有超过 40 年的养殖技术和全面管理经验。在中层管理团队组建方面, 公司初期主要系从行业内引进的有经验的高素质专业人才, 后续则逐步从现有团队中选拔, 同时公司也正在持续培养技术骨干及优秀大学生以做后续人才储备。据公司披露的调研信息显示, 目前公司育肥场人效约 1500-3000 头/人, 繁殖场人效约 150 头/人。

表 6: 公司核心高管养殖经验丰富

姓名	职务	简介
吴志君	副总裁兼首席运营官	超过 40 年的养殖技术和全面管理经验, 经历和跨越过多个猪周期
张桂红	技术研究院院长	负责行业及学术前沿技术指导、完善企业生产技术体系, 全面把控生物安全
谢永东	副总裁	在营养技术、规划设计、设备管理、环保处理方面积累丰富的管理及实践经验
王鸿鹤	副总裁	
-	中层管理人员	初期主要系从行业内引进的有经验的高素质专业人才, 后续则逐步从现有团队中选拔, 另外公司亦持续培养技术骨干及优秀大学生, 储备后备优秀干部及梯队。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

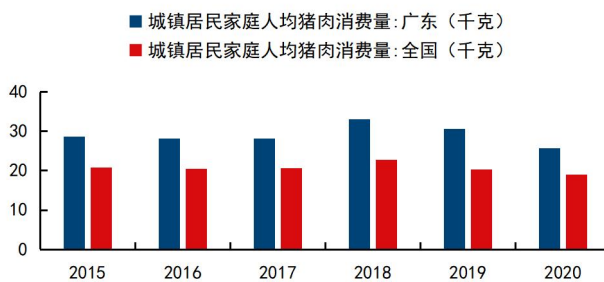
区位优势: 广东生猪供应依赖外省, 当地养殖具有超额收入

在广东省内生猪供给将持续依赖省外的情况下, 京基智农作为深耕广东、定位服务粤港澳大湾区的生猪养殖企业, 有望依靠现有的省内及周边城市产能充分受益区域内供不足带来的销价优势, 享有超额收入。

◆ 广东生猪供应依赖外省, 生猪均价明显更高

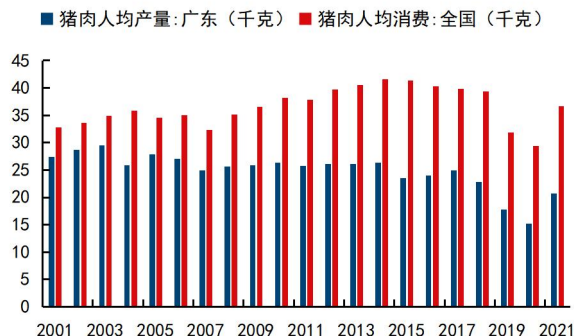
从消费端来看, 广东是我国猪肉消费大省, 其在常住人口位居国内第一, 人均猪肉消费水平也明显高于全国平均水平; 从供给端来看, 广东省猪肉产能水平较低, 受省内用地紧张以及近年扩大禁养区、清拆养殖场等政策影响, 广东省内的人均猪肉产量显著低于全国平均水平。明显的供需错位, 使得省内生猪自供比例一直处于较低水平, 根据广东省农业农村厅公布的产销数据显示, 2021 年省内活猪自供比例不足 80%, 存在明显省外供应依赖。

图27: 广东省的人均猪肉消费明显高于全国平均水平



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

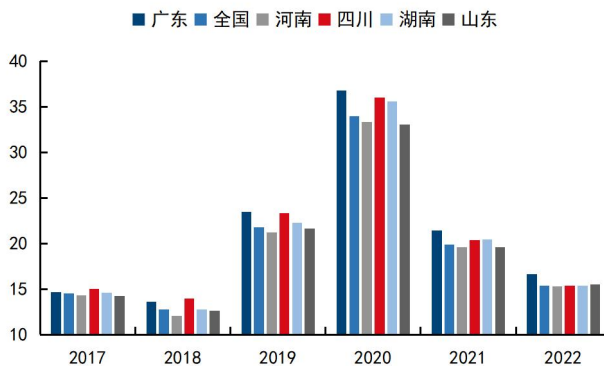
图28: 广东省的人均猪肉产量明显低于全国人均消费水平



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

明显的供需错配导致省内猪价相较于国内其他产区猪价必然要多出由运输成本、途中损耗等各种因素导致的区域溢价, 进而导致省内生猪均价明显更高。从具体价格数据来看, 广东省 2020 年、2021 年的外三元生猪的市场年均价分别要比全国平均水平高 2.81 元/kg、1.60 元/千克, 即使在消费旺季尚未到来的 2022 年, 截至 2022 年 8 月 1 日省内的外三元生猪的市场年均价也要比全国平均水平高 1.22 元/千克。另外, 我们通过对比广东省“十四五”规划中各市能繁母猪保有量目标和常住人口情况发现, 广东省内部同样存在明显的供需错配现象, 广州市、东莞市、深圳市等地错配程度尤为明显, 这可能进一步强化省内生猪供应商的议价权。

图29: 广东省的生猪均价要明显高于国内其他重要产区



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理 (注: 2022 年为截止到 8 月 1 日的年均价格)

图30: 广东省内同样存在明显的供需错配现象

城市	能繁母猪保有量目标占比	常住人口占比
茂名市	15.70%	4.90%
湛江市	11.45%	5.53%
韶关市	9.50%	2.26%
肇庆市	7.96%	3.26%
清远市	7.74%	3.15%
阳江市	7.07%	2.06%
江门市	6.99%	3.81%
梅州市	6.02%	3.07%
云浮市	5.31%	1.89%
惠州市	5.06%	4.80%
河源市	4.45%	2.25%
揭阳市	3.24%	4.42%
佛山市	2.60%	7.54%
汕尾市	2.44%	2.11%
广州市	1.37%	14.84%
潮州市	1.27%	2.03%
汕头市	1.26%	4.36%
珠海市	0.27%	1.94%
深圳市	0.24%	13.97%
中山市	0.05%	3.51%
东莞市	0.04%	8.30%

资料来源: 《广东省生猪产能调控实施方案(暂行)》, 广东统计局, 国信证券经济研究所整理

◆ 短期生猪调运限制+长期产能低位运行, 公司的区域销价优势有望持续体现

政策方面: 严格限制外省活猪调运。为进一步强化动物疫病区域化管理, 做好非洲猪瘟等重大动物疫病防控, 广东省农村农业厅于 2022 年 4 月 13 日发布《关于进一步加强生猪及生猪产品调运管理的通知》, 提出自 2022 年 5 月 1 日起, 暂停省外屠宰用生猪调入广东省内, 而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, 只有完成调运备案后, 才可“点对点”调运屠宰用生猪到广东省内。考虑到广东当地饮食习惯对“鲜”字的极致追求, 短期内冷鲜肉对外省供应的补充或将明显受限, 因此我们认为广东省政府对省外活猪调运的严格限制短期可能进一步放大省内供需矛盾, 从而强化省内生猪供应商的销价优势。

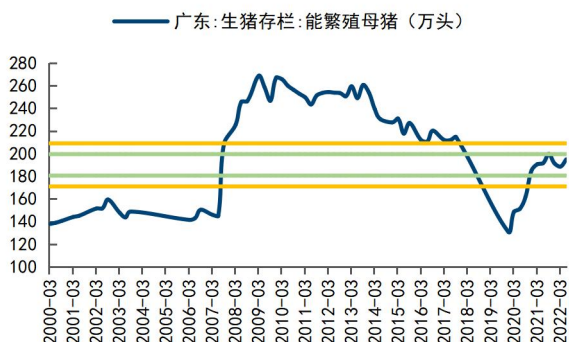
表7: 广东省自 2022 年 5 月 1 日起严格限制省外屠宰用活猪调入省内

序号	主要内容
1	自 2022 年 5 月 1 日起, 暂停省外屠宰用生猪调入我省。今后, 我省将根据重大动物疫病风险情况适时调整生猪调运政策。
2	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, 办理生猪“点对点”调运备案后, 可“点对点”调运屠宰用生猪到我省。“点对点”调运距离, 原则上不超过 1000 公里。
3	省外经检疫和肉品品质检验合格的生猪产品, 可依法调入我省, 无须备案, 无须经过指定通道。
4	指定通道检查站要加强监督检查, 严禁违法违规调运省外生猪进入我省。

资料来源: 广东省农业农村厅, 国信证券经济研究所整理

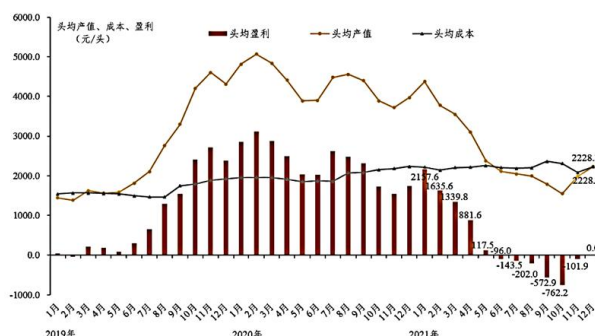
产能方面: 省内长期自给率目标为 70%左右。据广东省农业农村厅公开介绍, 广东省近年受扩大禁养区、清拆养殖场和非洲猪瘟疫的影响, 省内生猪产能面临扩张瓶颈, 能繁母猪存栏始终处于低位。短期来看, 受 2021 年下半年及 2022 年年初的深度亏损影响, 省内能繁母猪存栏 2021Q4-2021Q1 期间去化明显, 其中 2022Q1 末, 省内能繁母猪存栏相较上年高点累计去化 5.64%, 按照生猪生长规律, 这部分产能下滑预计将逐渐在 2022 年下半年得到显现。长期来看, 按照广东省“十四五”规划, 全省能繁母猪保有量目标为 190 万头左右(即在图 29 中的绿线以内低位运行), 省内猪肉消费的整体自给率将保持在 70%左右, 依赖省外供给的局面未来或将长期存在, 进而导致省内生猪销售将持续存在溢价。

图 31: 广东省能繁母猪持续低位运行



资料来源: 广东统计局, 国信证券经济研究所整理

图 32: 广东省养殖户在 2021 年下半年经历了深度亏损



资料来源: 广东省农业农村厅, 国信证券经济研究所整理

资金充足: 地产项目运作平稳, 储备资金较为充足

公司地产项目运作稳健, 短期偿债压力较小, 公司有望依靠底部资金储备稳步兑现产能和业绩。

◆ 公司地产项目无银行融资, 流动负债以预售款项为主

公司存量地产项目运作稳健。根据公司披露的调研信息介绍, 目前公司的房地产项目运作并无银行融资, 实际运作主要围绕预售资金开展。(1) **从负债端来看:**截至 2022 年 6 月末, 公司合同负债为 79.31 亿元, 于流动负债中的占比为 64.29%, 按照新会计准则其主要来自于未交付房产项目的预售款; 其他应付款为 27.66 亿元, 于流动负债中的占比为 22.42%, 按照新会计准则其主要来自于房产项目预售过程中的定金等项目。目前公司旗下山海御园项目截至 2022 年 6 月末累计预售面积接近 13 万平米, 预售比例已达接近 80%; 公司山海公馆项目已经于 2022 年 6 月 15 日正式开盘预售, 截至 2022 年 6 月末累计预售面积接近 4000 平米, 预售比例为 4.5%, 预计将于 2023 年下半年入伙交付, 合同负债于流动负债中的占比预

计短期仍将处于较高水平。(2)从资产端来看,公司截至2022年6月末的存货账面价值共计53.91亿元,其中开发成本和开发产品的合计占比为84%,而开发成本的主要构成项目为山海公馆,货值共计35.90亿元,该项目预计将于2023H2入伙交付并确认收入。考虑到公司合同负债中包括尚未确认的业务利润且公司2022年6月末的货币资金中的专户受限资金仅为1175万元,我们认为公司在现有地产项目推进正常,在国家保交楼、稳民生的政策基调下,公司未来1-2来自地产业务的短期偿债压力或较小。

表8: 公司短期负债以主要由合同负债和其他应付款构成

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
预收账款	0.72	20.26	10.71	3.03	0.27	0.27
于流动负债中占比	3.79%	53.56%	27.02%	4.86%	0.25%	0.22%
合同负债	-	-	-	15.97	60.94	79.31
于流动负债中占比	-	-	-	25.62%	55.47%	64.29%
其他应付款	7.52	7.94	14.41	20.79	29.81	27.66
于流动负债中占比	26.96%	19.94%	27.17%	30.66%	34.59%	22.42%
合计占比	30.76%	73.50%	54.19%	61.14%	90.31%	86.93%

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

表9: 公司山海御园项目截至2022H1末的累计预售(销售)比例接近80%

项目名称	所在位置	项目业态	权益比例	计容建筑面积(m ²)	可售面积(m ²)	累计预售(销售)面积(m ²)	累计预售(销售)比例
京基智农山海公馆	宝安西乡	住宅、公寓及酒店	100%	88,730.00	87,849.13	3,950.79	4.50%
京基智农山海御园	宝安西乡	住宅、商业	100%	166,470.00	159,435.89	127,315.57	79.85%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表10: 公司房地产开发项目货值占比较高

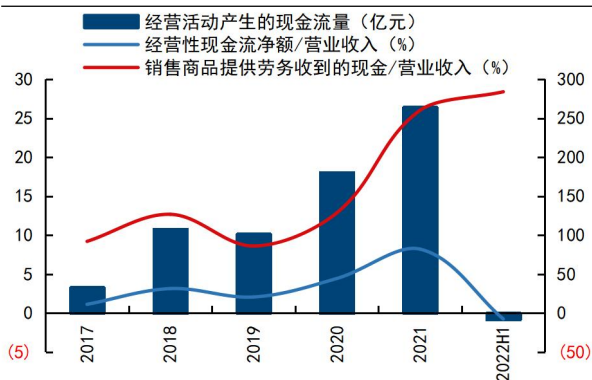
存货构成	截至2022H1末存货账面价值(亿元)	于存货总值中占比
开发成本	44.24	82.07%
山海御园项目	8.34	15.47%
山海公馆项目	35.90	66.60%
开发产品	1.23	2.27%
原材料	1.09	2.02%
库存商品	0.13	0.25%
包装物	0.01	0.02%
低值易耗品	0.03	0.06%
委托加工物资	0.00	0.00%
消耗性生物资产	7.17	13.31%
合计	53.91	100.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司货币资金余额21亿元, 银行授信尚余16亿元

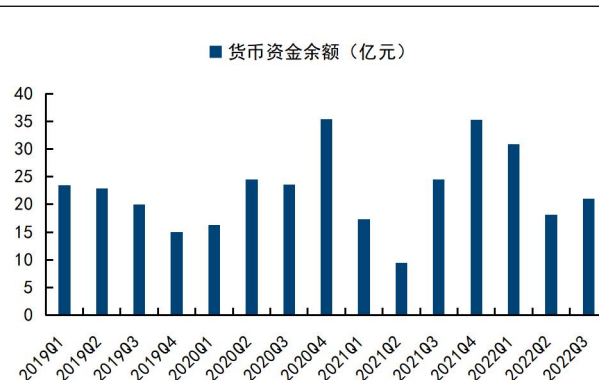
公司资金储备充足，业务运作有支撑。据公司披露信息显示，截至 2022 年 9 月末公司的货币资金余额为 21 亿元（其中有 1175 万元为受限资金），同时公司农业板块的融资也以长期借款为主，利率区间也保持在 3.5%-6%的合理区间内，因此公司生猪养殖板块的短期偿付压力也相对较小。另外公司截至 2022Q3 末尚有 16 亿元左右的银行授信，后续也可以为公司养殖业务运行提供足够的融资支持。综上所述我们认为，在充足的现金储备、长期资金和融资额度支持下，公司生猪养殖业务的产能建设和业绩兑现有望继续平稳推进。

图 33：公司经营活动现金流情况



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图 34：公司截至 2021Q3 末的货币资金余额为 21 亿元



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

生猪养殖业务：销量方面，公司生猪产能目前正快速兑现，综合考虑项目建设及母猪存栏情况，我们预计公司 2022-2024 年的生猪出栏量分别为 110 万头、200 万头、280 万头。成本方面，考虑到公司养殖项目尚未满产、配套饲料厂尚未投产，未来分摊费用及饲料成本的下降有望进一步优化公司的养殖业务的成本表现。售价方面，公司未来将以肥猪出栏为主，依照我们对行业判断，分别给予 2022-2024 年公司每公斤商品猪销售价格 20 元、23 元、21 元的预期（广东省内猪价通常要比全国均价高 1-2 元）。最终我们预计公司生猪养殖业务 2022-2024 年营收为 20.9/46.9/63.8 亿元，同比增速为 1045.6%/124.9%/36.1%；2022-2024 年毛利率为 14.5%/27.0%/29.7%。

房地产业务：公司房地产业务目前主要做只做山海御园、山海公馆两个存量项目，未来将逐渐退出公司主业。后续收入确认方面，公司预计山海御园将于 2022 年四季度交付并确认收入，山海公馆已于 2022 年 6 月开启预售，预计将在 2023 年下半年交付并确认收入。毛利方面，公司拿地成本较低，毛利率一直稳定在较高水平。最终我们预计公司房地产业务 2022-2024 年营收为 33/77/40 亿元，2022-2024 年毛利率为 69.0%/69.4%/69.7%。

其他业务：公司其他业务主要为饲料和禽养殖，考虑到公司未来以生猪养殖作为战略猪业，上述业务在公司未来业绩中所占权重或仍相对较小，我们预计公司饲料业务 2022-2024 年营收为 8.2/8.4/8.9 亿元，毛利率为 9.8%/10.0%/9.9%，剩余业务 2022-2024 年营收为 1.0/1.4/1.6 亿元，毛利率为 11.7%/11.7%/11.7%。

综上所述，预计 2022-2024 年的营收分别为 63.0/133.7/114.4 亿元，同比增速为 95.7%/112.1%/-14.5%，毛利率 42.3%/50.1%/41.8%，毛利为 26.7/67.0/47.8 亿元。

表 11：京基智农业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
生猪养殖业务						
收入（亿元）	0.44	0.08	1.82	20.85	46.89	63.82
增速	-	-81.82%	2175.00%	1045.60%	124.89%	36.10%
毛利（亿元）	-	-	-	3.02	12.65	18.97
毛利率	-	-	-	14.48%	26.97%	29.73%
房地产业务						
收入（亿元）	34.14	32.22	22.16	33.00	77.00	40.00
增速	90.73%	-5.62%	-31.22%	48.92%	133.33%	-48.05%
毛利（亿元）	23.09	22.09	15.66	22.75	53.43	27.87
毛利率	67.63%	68.56%	70.67%	68.95%	69.39%	69.67%
合计						
总营收（亿元）	49.19	40.72	32.21	62.52	135.56	109.89
增速	43.12%	-17.22%	-20.90%	94.10%	116.83%	-18.93%
毛利（亿元）	25.79	23.06	16.27	27.00	68.99	43.22
毛利率	52.43%	56.63%	50.51%	43.19%	50.89%	39.33%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表 12: 未来 3 年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3221	6305	13372	11437
营业成本	1595	3637	6669	6654
销售费用	573	1230	2665	2058
管理费用	206	426	869	572
研发费用	231	491	871	631
财务费用	35	53	122	108
营业利润	666	478	2009	1032
利润总额	632	461	1990	1009
归属于母公司净利润	389	322	1364	691
EPS	0.74	0.62	2.61	1.32
ROE	15.37%	11.42%	34.85%	15.72%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件,我们得到公司 2022-2024 年收入分别为 63.0/132.7/114.4 亿元, 归属母公司净利润 3.2/13.6/6.9 亿元, 利润年增速分别为 -17.2%/323.0%/-49.3%。每股收益 2022-2024 年分别为 0.62/2.61/1.32 元。

盈利预测的敏感性分析

表 13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	4,072	3,221	6,614	14,768	12,417
(+/-%)	-17.2%	-20.9%	105.3%	123.3%	-15.9%
净利润(百万元)	867	389	799	2486	1630
(+/-%)	-21.3%	-55.1%	105.2%	211.2%	-34.4%
摊薄 EPS	2.15	0.74	1.53	4.75	3.12
中性预测					
营业收入(百万元)	4,072	3,221	6,305	13,372	11,437
(+/-%)	-17.2%	-20.9%	95.7%	112.1%	-14.5%
净利润(百万元)	867	389	322	1364	691
(+/-%)	-21.3%	-55.1%	-17.2%	323.0%	-49.3%
摊薄 EPS(元)	2.15	0.74	0.62	2.61	1.32
悲观的预测					
营业收入(百万元)	4,072	3,221	5,997	12,046	10,477
(+/-%)	-17.2%	-20.9%	86.2%	100.9%	-13.0%
净利润(百万元)	867	389	-79	491	-49
(+/-%)	-21.3%	-55.1%	--	-720.3%	--
摊薄 EPS	2.15	0.74	-0.15	0.94	-0.09
总股本(百万股)	402	523	523	523	523

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 19.5-21.6 元, 给予增持评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 20.0-21.6 元

未来 5 年估值假设条件见下表:

表 14: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	43.11%	-17.22%	-20.88%	95.73%	112.08%	-14.47%	20.00%	15.00%
营业成本/营业收入	47.57%	43.35%	49.51%	57.68%	49.87%	58.18%	63.18%	68.18%
管理费用/营业收入	4.83%	4.60%	7.08%	7.75%	6.50%	5.50%	4.50%	3.50%
研发费用/营业收入	0.60%	0.82%	1.07%	0.83%	0.91%	0.94%	0.90%	0.92%
销售费用/销售收入	2.18%	5.71%	6.39%	6.75%	6.50%	5.00%	4.80%	4.60%
营业税及附加/营业收入	16.92%	19.10%	17.78%	19.50%	19.93%	18.00%	18.07%	18.11%
所得税税率	23.32%	25.41%	36.97%	28.57%	30.00%	30.00%	15.00%	8.00%
股利分配比率	2.73%	36.92%	179.74%	10.00%	20.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表 15: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.6	T	28.57%
无风险利率	2.75%	Ka	17.15%
股票风险溢价	9.00%	有杠杆 Beta	1.90
公司股价 (元)	18.49	Ke	19.87%
发行在外股数 (百万)	523	E/(D+E)	79.08%
股票市值 (E, 百万元)	9675	D/(D+E)	20.92%
债务总额 (D, 百万元)	2560	WACC	16.51%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	2%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		19.4%	19.6%	19.87%	20.1%	20.4%
永续增长率变化	2.5%	22.40	21.78	21.17	20.59	20.03
	2.3%	22.18	21.56	20.97	20.39	19.84
	2.0%	21.96	21.35	20.77	20.20	19.66
	1.8%	21.74	21.15	20.57	20.02	19.48
	1.5%	21.54	20.95	20.39	19.84	19.31

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值：19.5-20.3 元

对于公司生猪养殖业务，我们采用头均市值的方法进行估值，预计公司 2022-2024 年生猪出栏量分别为 110/200/280 万头，我们主要选取与公司同行业的生猪养殖公司进行比较，分别为华统股份、牧原股份、傲农生物和唐人神。

1) 华统股份：公司业务覆盖“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”全环节，作为浙江省生猪一体化龙头，目前已拥有一体化楼房养猪年产能约 300 万头，2022-2024 年目标出栏量分别为 120 万、250-300 万、400-500 万，有望成为本轮高质量出栏增速最快的公司。考虑到华统股份具备区位、管理、资金三大优势，我们预计其头均估值水平或高于京基智农。

2) 牧原股份：其为生猪行业龙头，同时发力下游布局屠宰业务，过去周期中牧原的出栏成长性以及盈利兑现性已获得市场认可，因此头均估值水平位于市场前列。根据公司披露，公司 2022 年出栏量将接近 5600 万头，且年底预计将建成 7500 万头育肥产能，我们保守预计公司 2023 年将实现 6500 万头生猪出栏。相比牧原股份，京基智农出栏增速更快且存在区域销价优势，但其养殖完全成本明显高于牧原股份，因此我们预计其头均市值或明显低于牧原股份。

3) 傲农生物：其主营生猪养殖以及饲料动保、食品加工等相关产业链业务，2021 年实现生猪出栏 325 万头，当前养殖产能集中在母猪端，商品猪产能正处于放量的阶段，公司 2022-2023 年预计分别实现生猪出栏 550 万头、800 万头（其中肥猪占比分别为 50%、75%）。考虑到傲农生物生猪出栏中仔猪明显高于京基智农，且京基智农享有销价优势带来的超额收入，因此我们预计京基智农头均市值相比傲农生物或更高。

综合上述分析，上述可比公司 2023 年头均市值的平均值为 3268 元，综合考虑，我们合理预计京基智农 2023 年的头均市值水平应为 3600-3800 元，对应公司生猪养殖业务的合理估值区间为 72-76 亿元。

对于公司房地产业务，由于公司只做存量项目，其相关利润不可持续，我们直接以房地产业务预计可获净利作为其估值参考。根据公司披露，其山海御园项目货值约为 110 亿元，山海公馆项目货值约为 40 亿元，未来预计将确认共计 150 亿元收入，考虑到公司此前收入主要由房地产贡献，2019-2021 年的平均销售净利率为 19.5%，我们预计公司现有的两个存量项目将实现约 29.3 亿元利润。考虑到公司饲料等其他业务还将贡献少量利润，我们最终保守预计公司除生猪养殖业务的其他业务估值为 30 亿元。综上我们预计公司整体业务 2023 年估值区间为 102-106 亿元，对应股票的估值区间为 19.49-20.26 元。

表 17: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2023 年预计出栏 (万头)	头均市值 (元)
002840.SZ	华统股份	买入	16.75	101.52	250	4061
002714.SZ	牧原股份	买入	48.08	2558.90	6000	4265
603363.SH	傲农生物	买入	13.56	118.19	800	1477
	平均值					3268

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 19.5-21.6 元之间,相较当前股价约有 10-15%溢价。首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在19.5-21.6元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.75%、风险溢价9.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年房地产业务收入确认进度,以及养殖业务增速的预测,都加入了很多个人的判断:

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长95.7%/112.1%/-14.5%,其受到我们对房地产业务和生猪业务收入预期的影响较大,可能存在对公司存量房地产项目交付进度、生猪出栏量及生猪价格的预期偏乐观,进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为26.7/67.0/47.8亿元,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受房地产业务和生猪养殖业务表现的影响较大,我们针对公司存量房地产项目盈利、生猪价格的预期可能过于乐观,从而存在高估未来3年业绩的风险。

生猪价格大幅波动风险

过去一年来生猪价格波动幅度较大,而公司持续加码养殖业务,未来盈利受到生猪价格直接影响的比例或将提升,因此如果生猪价格出现较大波动,会直接导致公司的盈利水平随之大幅波动。

房地产业务资金紧张

房地产业务现仍为公司主业之一,在资产端和负债端均占有较大比重,若后续存量项目建设进度和销售进度出现延期等情况,公司可能面临回款不畅、资金紧张等问题,进而影响生猪养殖业务的扩张节奏。

原料价格大幅波动风险

饲料成本占养殖成本的比例较大，如果玉米、豆粕等原材料价格上涨幅度过大，将拉低公司的盈利水平。

不可控的动物疫情引发的潜在风险

公司主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成公司的生猪高死亡率，造成公司严重损失。

新业务开拓及新员工引进引发的潜在风险

养殖业务作为公司新兴业务，将持续引进大批次养殖人才，如果发生新员工工作效率不及预期的情况，可能会导致公司费用率上升，拉低公司的盈利水平。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3540	3527	2857	3308	3231	营业收入	4072	3221	6305	13372	11437
应收款项	100	121	177	402	364	营业成本	1765	1595	3637	6669	6654
存货净额	2606	4299	8549	15644	13220	营业税金及附加	777	573	1230	2665	2058
其他流动资产	534	671	1502	3386	2839	销售费用	233	206	426	869	572
流动资产合计	6781	8617	13085	22741	19654	管理费用	190	231	491	871	631
固定资产	1539	4381	5396	6749	8048	研发费用	34	35	53	122	108
无形资产及其他	31	50	48	46	44	财务费用	(41)	9	20	222	427
投资性房地产	1552	1767	1767	1767	1767	投资收益	54	206	50	75	75
长期股权投资	1	18	34	49	63	资产减值及公允价值变动	9	49	(22)	(21)	(31)
资产总计	9904	14833	20330	31352	29576	其他收入	(31)	(196)	(53)	(122)	(108)
短期借款及交易性金融负债	65	362	1453	9210	10791	营业利润	1180	666	478	2009	1032
应付款项	1085	672	1459	3214	2208	营业外净收支	(3)	(34)	(17)	(18)	(23)
其他流动负债	5084	9951	12210	10539	4629	利润总额	1177	632	461	1990	1009
流动负债合计	6234	10985	15121	22963	17628	所得税费用	299	234	132	597	303
长期借款及应付债券	773	1107	1107	1107	1107	少数股东损益	11	9	7	29	15
其他长期负债	116	181	1246	3311	6377	归属于母公司净利润	867	389	322	1364	691
长期负债合计	889	1288	2353	4418	7484	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7123	12273	17474	27382	25112	净利润	867	389	322	1364	691
少数股东权益	29	26	32	56	66	资产减值准备	(41)	53	32	20	22
股东权益	2752	2533	2823	3914	4398	折旧摊销	3	207	403	536	656
负债和股东权益总计	9904	14833	20330	31352	29576	公允价值变动损失	(9)	(49)	22	21	31
关键财务与估值指标						财务费用	(41)	9	20	222	427
每股收益	2.15	0.74	0.62	2.61	1.32	营运资本变动	1777	2507	(995)	(7035)	(820)
每股红利	0.79	1.34	0.06	0.52	0.40	其它	48	(61)	(26)	4	(11)
每股净资产	6.84	4.84	5.40	7.48	8.41	经营活动现金流	2644	3047	(241)	(5091)	568
ROIC	27.58%	9.52%	7%	14%	5%	资本开支	0	(3147)	(1471)	(1927)	(2005)
ROE	31.48%	15.37%	11.42%	34.85%	15.72%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	57%	50%	42%	50%	42%	投资活动现金流	0	(3164)	(1487)	(1942)	(2019)
EBIT Margin	26%	18%	7%	16%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	24%	14%	20%	18%	负债净变化	773	334	0	0	0
收入增长	-17%	-21%	96%	112%	-14%	支付股利、利息	(320)	(700)	(32)	(273)	(207)
净利润增长率	-21%	-55%	-17%	323%	-49%	其它融资现金流	(1515)	836	1090	7758	1581
资产负债率	72%	83%	86%	88%	85%	融资活动现金流	(609)	104	1058	7485	1373
股息率	3.3%	7.2%	0.3%	2.8%	2.1%	现金净变动	2035	(14)	(669)	451	(77)
P/E	8.6	24.8	30.0	7.1	14.0	货币资金的期初余额	1505	3540	3527	2857	3308
P/B	2.7	3.8	3.4	2.5	2.2	货币资金的期末余额	3540	3527	2857	3308	3231
EV/EBITDA	13.5	27.8	31.1	13.7	16.8	企业自由现金流	0	(66)	(1726)	(6904)	(1179)
						权益自由现金流	0	1103	(650)	698	103

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032