

(报告出品方/分析师：国信证券 鲁家瑞 李瑞楠 江海航)

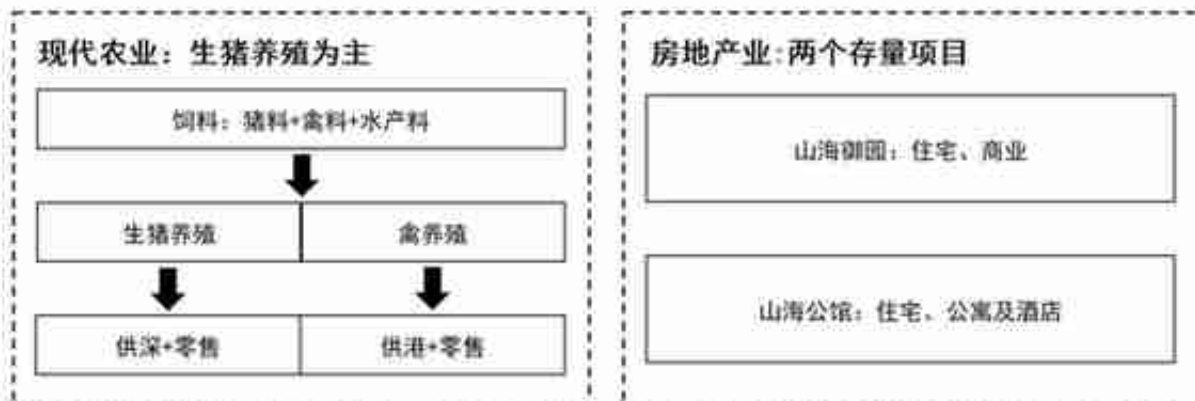
公司简介：聚焦生猪、深植广东的养殖新秀

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。

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

头条 @远瞻智库

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

头条 @远瞻智库

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

头条 @ 远瞻智库

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。

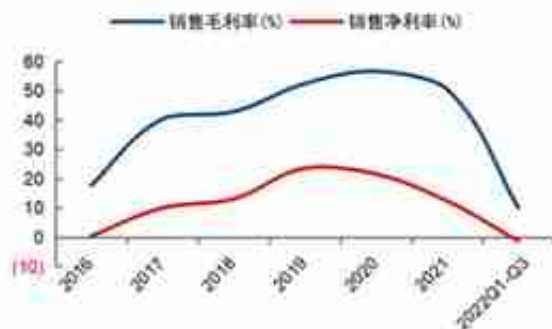
考虑到公司的山海御园项目、山海公馆项目预计分别于 2022Q4、2023H2 开始确认收入，公司近两年的商品房收入和利润或仍将保持较高水平，但占比大概率不断递减。

图7: 公司商品猪出栏量增长迅速



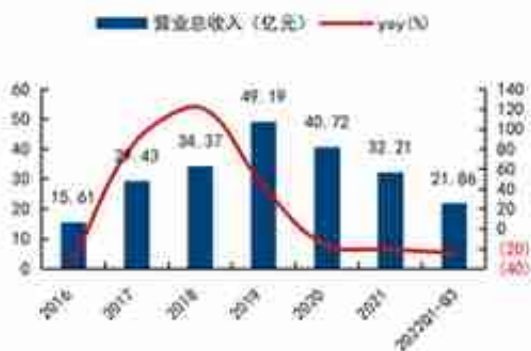
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 受生猪养殖亏损影响, 公司短期盈利承压明显



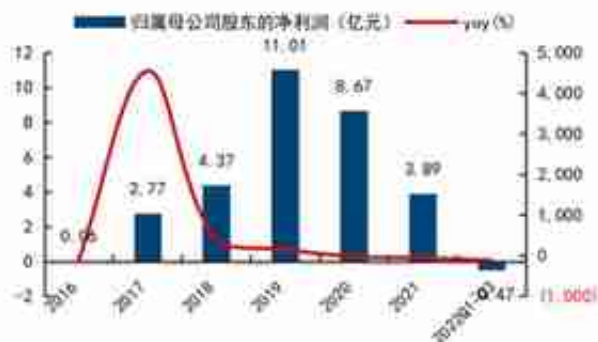
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

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

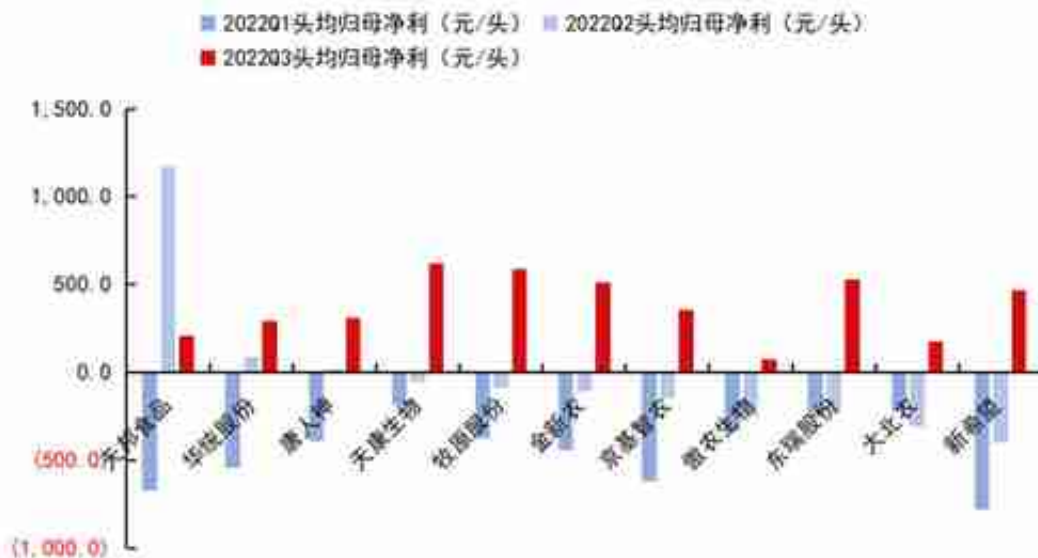
图10: 公司归母净利润情况



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

来源: 前瞻智库

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

头条 @远瞻智库

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。

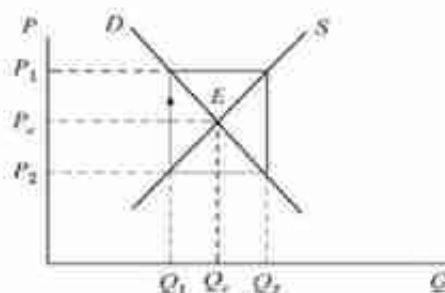
在猪周期背景下的蛛网模型里，行业产能在猪价的牵引下出现规律性起伏，而产能又决定未来的价格，进而影响新的产能波动。

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



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 头条 @远瞻智库

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。

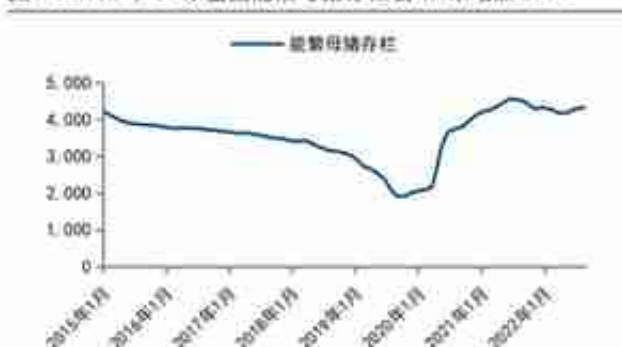
而对标美国的生猪养殖行业，2017 年龙头 Smithfield 市占率为 15%，前七强市占率合计达 41%，未来国内生猪行业仍有很大的规模提升空间。

图 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

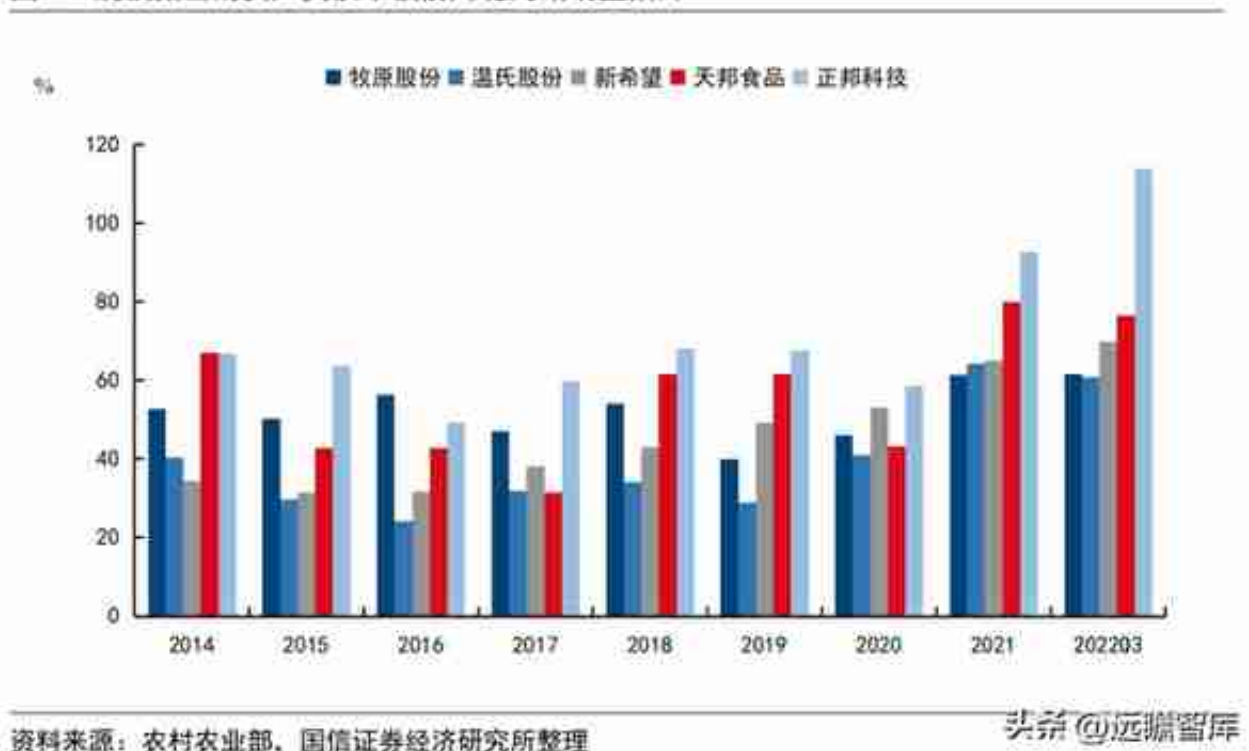
综合当期行业补栏以及能繁母猪产能恢复的情况，我们预计 2023 年猪价景气依然有望继续维持，行业整体全年仍有望实现头均 300-400 元左右的养殖盈利，具体分析如下：母猪及仔猪销售价格维持底部位置，表征行业补栏积极性依然较弱。

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22: 规模猪企的资产负债率较前几轮周期明显抬升



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。

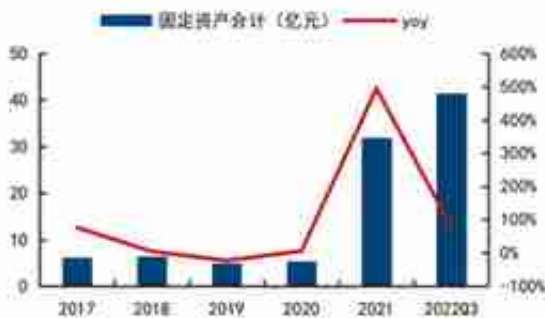
公司看点：区位优势带来超额收入，资金充足支撑稳步扩张

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。

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	京基贺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

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%。

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

头条 @远瞻智库

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仍将持续依赖省外的情况下，京基智农作为深植广东、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

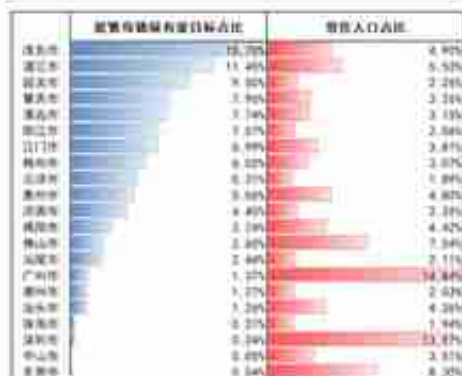
从消费端来看，广东是我国猪肉消费大省，其在常住人口位居国内第一，人均猪肉消费水平也明显高于全国平均水平；从供给端来看，广东省猪肉产能水平较低，受省内用地紧张以及近年扩大禁养区、清拆养殖场等政策影响，广东省内的人均猪肉产量显著低于全国平均水平。明显的供需错位，使得省内生猪自供比例一直处于较低水平，根据广东省农业农村厅公布的产销数据显示，2021 年省内活猪自供比例不足 80%，存在明显省外供应依赖。

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6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



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。

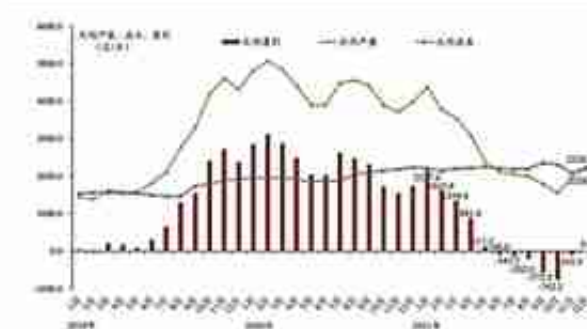
考虑到广东当地饮食习惯对“鲜”字的极致追求，短期内冷鲜肉对省外供应的补充或将明显受限，因此我们认为广东省政府对省外活猪调运的严格限制短期可能进一步放大省内供需矛盾，从而强化省内生猪供应商的销价优势。

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 年来自地产业务的短期偿债压力或较小。

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

头条 @远瞻智库

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。

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

头条 @ 远瞻智库

未来3年业绩预测

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
中性的预测					
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

头条 @ 远瞻智库

估值

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 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

头条@远瞻智库

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。

综上所述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。