

# 生猪养殖量利齐升，布局分散降低风险

## ——正邦科技(002157.SZ)首次覆盖报告

公司动态

### ◆一体化农牧企业，生猪养殖为核心

公司为A股中第三大生猪养殖企业，已构建“饲料--兽药--种猪繁育--商品猪养殖”的一体化农牧产业链。公司以养猪业为重点，饲料和兽药实现部分自供。2018年公司饲料、养殖、兽药及农药收入占比分别为：60.05%、34.49%、1.68%、1.12%。

### ◆猪周期反转确立，迎来全面盈利时期

非洲猪瘟导致行业产能大幅去化。能繁和生猪存栏同比连续大幅下降，验证周期反转。预计从19年二季度末开始猪价大幅上涨，20年有望创历史新高。同时养殖成本提升、禁止泔水喂养等影响下加速了中小养殖户的退出，而规模化养殖企业凭借自身的资金、技术实力将迅速抢占市场。

### ◆出栏量连续增长，产能分散缓解感染疫情风险

2012-2018年公司生猪出栏量年复合增长率为36.7%。2019年规划出栏量为650-800万头。公司17年完成的定增项目将集中在19-20年建设完成；18年定增方案已通过证监会审批，项目达产后将新增出栏量64万头，同时公司土地储备丰富，为后续发展奠定基础。结合公司产能布局来看，我们预计公司19-21年出栏量将分别达到700万头、850万头和1100万头。

产能分散，重疫情区域出栏占比低。公司生猪产能覆盖全国，各省份占比均不高，江西、广东、东北三省、湖北等区域出栏量占比较大，超过10%；山东、四川、广西、江苏、安徽等区域在3%到6%之间；河南、河北、新疆、云南、贵州、湖南、内蒙古等区域占比不超过3%。同时公司在主要区域均有配套育种基地，保障仔猪供给。

### ◆量价叠加，业绩拐点到来

生猪行业迎来上行周期，公司出栏量稳步增长，公司业绩迎来拐点。暂不考虑目前定增的影响，预计公司2019-2021年的EPS分别为：0.86元、2.49元和3.01元。参考可比公司估值，给予公司2020年11倍PE，对应目标价27.39元。看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ◆风险提示：感染疫情风险、产品价格下降风险、产能释放不及预期风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	20,615	22,113	26,615	33,977	39,427
营业收入增长率	8.96%	7.27%	20.36%	27.66%	16.04%
净利润(百万元)	526	193	2,028	5,912	7,128
净利润增长率	-49.74%	-63.21%	948.73%	191.46%	20.56%
EPS(元)	0.22	0.08	0.86	2.49	3.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.32%	2.99%	24.11%	43.45%	38.20%
P/E	78	212	20	7	6
P/B	6.5	6.3	4.9	3.0	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年6月14日

## 买入(首次)

当前价/目标价：17.25/27.39元

### 分析师

刘 晓波 (执业证书编号：S0930512080003)

021-52523800

[liuxb@ebsec.com](mailto:liuxb@ebsec.com)

王琦 (执业证书编号：S0930517120001)

021-52523836

[wangqi16@ebsec.com](mailto:wangqi16@ebsec.com)

### 市场数据

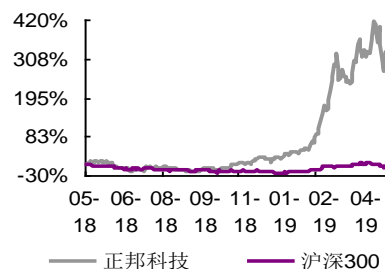
总股本(亿股)：23.72

总市值(亿元)：455.87

一年最低/最高(元)：3.43/24.61

近3月换手率：250.69%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.52	62.60	289.39
绝对	-16.56	58.57	284.82

资料来源：Wind

## 目 录

1、 立足养猪，向农业综合服务商全面转型.....	4
1.1、 公司概况.....	4
1.2、 向农业综合服务商全面转型.....	5
2、 猪周期反转确立 .....	6
2.1、 非洲猪瘟蔓延，猪周期进入上升通道.....	6
2.2、 规模化养殖加速，龙头企业收益 .....	7
3、 生猪业务：产能稳增长，布局分散.....	8
3.1、 养殖模式并行，因地制宜 .....	9
3.2、 掌握核心育种技术，养殖效率高 .....	9
3.3、 产能稳健增长，多渠道缓解资金压力.....	10
3.4、 产能布局分散，重疫区占比小.....	12
4、 饲料业务销量稳定，盈利能力提高.....	12
5、 兽药、农药：延伸产业链，平滑周期波动 .....	13
5.1、 兽药：收入稳健增长.....	13
5.2、 农药：受益于行业集中度提升.....	14
6、 关键假设及盈利预测 .....	15
6.1、 关键假设.....	15
6.2、 盈利预测.....	16
7、 估值与投资评级 .....	17
7.1、 估值.....	17
7.2、 投资评级.....	17
8、 风险分析 .....	17

## 图表目录

图 1：公司营业收入及利润.....	4
图 2：公司营收构成.....	4
图 3：正邦科技股权结构示意图（截止至 2019 年 1 季度末）.....	5
图 4：公司“养殖技术服务”产业示意图.....	6
图 5：生猪存栏大幅下行.....	7
图 6：能繁母猪存栏大幅下行.....	7
图 7：生猪价格趋势.....	7
图 8：规模以上养殖户数量占比增加，但比例依然很低.....	8
图 9：育种基地布局.....	10
图 10：公司出栏量快速增长.....	11
图 11：近年饲料销量维持稳健.....	13
图 12：饲料业务毛利率逐步提高.....	13
图 13：猪料占比逐步提高.....	13
图 14：2012-2018 年兽药业务销售收入.....	14
图 15：2012-2018 年兽药业务毛利率.....	14
图 16：2015-2018 年农药业务销售收入.....	15
图 17：2015-2018 年农药业务毛利率.....	15
表 1：两种养殖模式特征对比.....	9
表 2：正邦科技当前主要在建项目.....	11
表 3：19 年定增项目介绍.....	12
表 4：生猪养殖业务收入、利润拆分及预测.....	15
表 5：饲料业务收入、利润拆分及预测.....	16
表 6：农药、兽药业务收入、利润拆分及预测.....	16
表 7：可比公司估值.....	17

# 1、立足养猪，向农业综合服务商全面转型

## 1.1、公司概况

正邦科技成立于1996年，控股股东为正邦集团。目前公司已构建了“饲料--兽药--种猪繁育--商品猪养殖”的一体化农牧产业链。公司以养猪业为重点，同时饲料和兽药实现部分自供，确保了原材料的品质安全，有利于养殖业务的原材料成本控制。

1、饲料业务主要提供猪饲料、禽饲料以及少量水产饲料和反刍饲料，产品结构以全价料为主，预混料和浓缩料产品也已形成了一定规模。2018年饲料销量479.59万吨，销售规模处于行业领先地位。

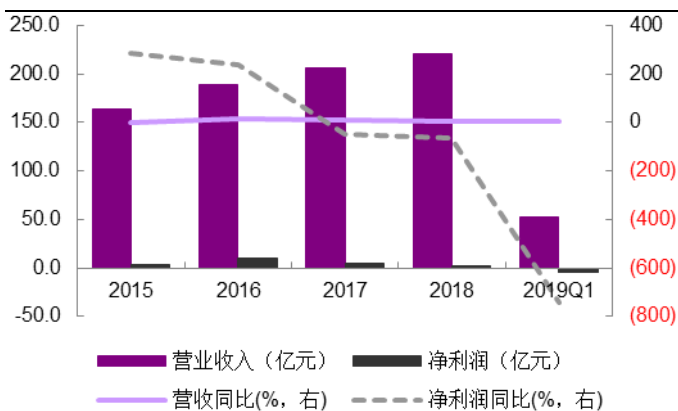
2、生猪养殖业务主要产品包括种猪、仔猪和肥猪。2018年出栏量为553.99万头，A股生猪养殖类上市公司中排名第三。

3、兽药业务主要以猪、禽用兽药为主。公司主要自主研发生产和销售兽药、混合型饲料添加剂、预混合饲料添加剂等产品。

4、农药业务主要产品以除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂为主，此外还包含农药原药及植物营养剂。产品以水稻、小麦等粮食作物和蔬菜、瓜果等经济作物用药为主。

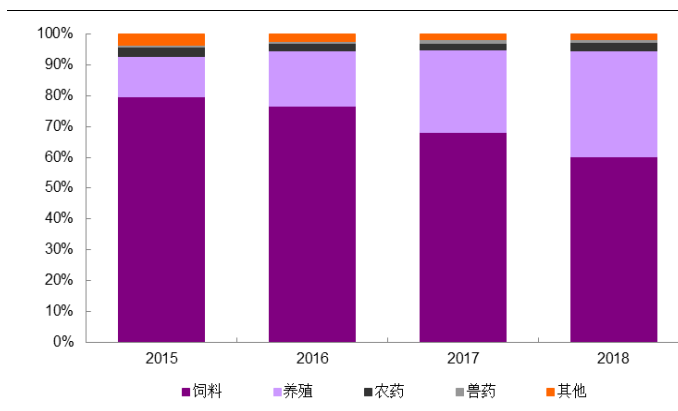
2018年公司饲料、养殖、兽药及农药四大业务的收入占比分别为：60.05%、34.49%、1.68%、1.12%；毛利占比分别为59.38%、26.73%、3.06%、9.29%。

图 1：公司营业收入及利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司营收构成

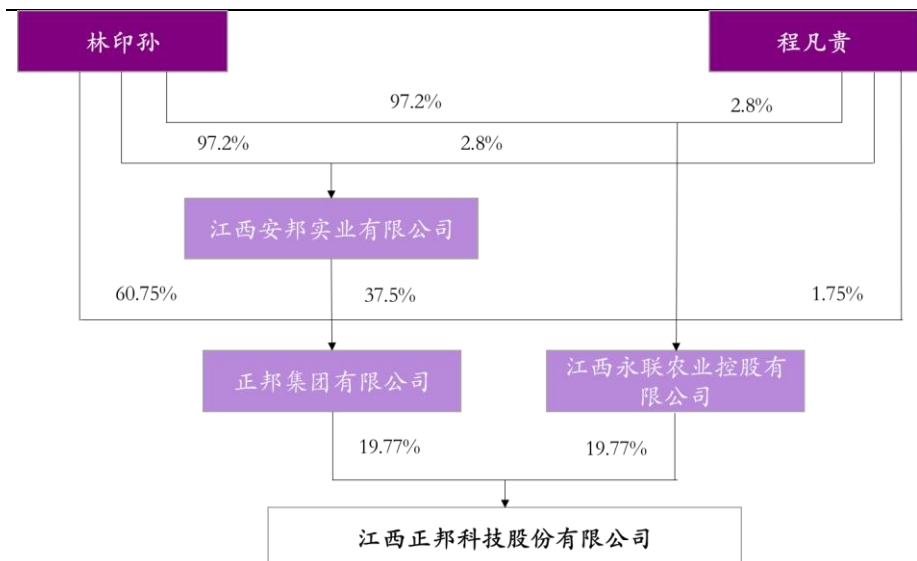


资料来源：公司公告，光大证券研究所

正邦集团持有公司19.77%的股权，为公司的控股股东；林印孙通过分别持有公司第二大股东江西永联97.20%的股权和公司控股股东正邦集团60.75%的股权，为江西永联和正邦集团的实际控制人，因此林印孙为公司的实际控制人。

（注：江西永联与正邦集团于2016年6月20日签订了《正邦集团有限公司和江西永联农业控股有限公司关于江西正邦科技股份有限公司之维持控股权协议》，江西永联作为股东依照适用之法律和公司章程对公司享有的所有表决权及其委派的董事（如有）对公司享有的所有表决权，包括根据公司届时有效的及其后修改的公司章程所享有的任何表决权，均应按照正邦集团的指示行使。因此正邦集团为公司的控股股东，正邦集团及江西永联的实际控制人林印孙先生为公司实际控制人。）

图 3：正邦科技股权结构示意图（截止至 2019 年 1 季度末）



资料来源：公司公告

集团实力雄厚。正邦集团是农业产业化国家重点龙头企业,国家高新技术企业,名列中国企业 500 强第 254 位、中国制造业 500 强第 112 位、中国民营企业 500 强第 86 位、江西省民营企业 100 强第一位。集团分设畜牧、植食、食品、金融四大产业,在全国 29 个省(市、区)拥有 480 家分子公司、50000 名员工,在“一带一路”沿线 10 个国家拥有 15 个企业。2018 年实现总产值 780 亿元。

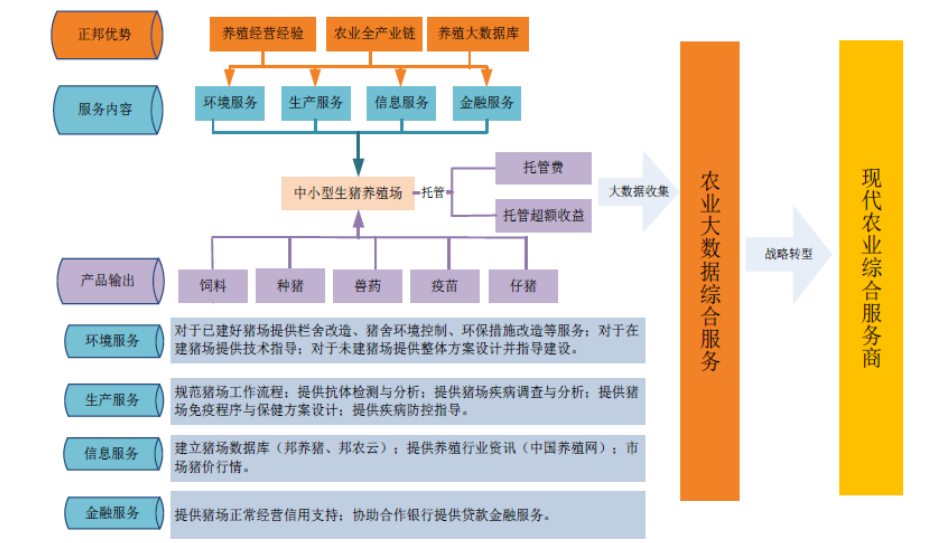
## 1.2、向农业综合服务商全面转型

公司经过多年发展已成为农业行业的龙头企业之一,于 2014 年提出将公司由提供饲料、生猪、兽药产品为主的产业链一体化公司,向提供农业产品+技术支持+附加值服务的“现代农业综合服务商”转型。

公司通过在生猪养殖场群附近建设养殖技术服务站,向中小型生猪养殖场派驻养殖技术人员和利用正邦科技的“邦养猪”、“邦卖猪”、“邦农云”、中国养殖网等互联网工具,为中小型生猪养殖场提供包括环境服务、生产服务、信息服务、金融服务等一站式服务方案,提高中小型生猪养殖场生产管理水平、降低生猪死亡率、提高生猪出栏率,进而降低中小型生猪养殖场的生产成本,加强公司与中小型生猪养殖场之间的黏性,推动公司饲料、兽药、疫苗、种猪和仔猪等产品的销售,并且通过战略服务转型,整合了公司农牧产业链上的各个环节,提升产业链各环节的价值。随着养殖技术服务站的建设,公司对中小型生猪养殖场的服务不断深入,可以逐步实现对中小型生猪养殖场的托管,控制生猪养殖各个环节的价值点。

此外,通过养殖技术服务站的建设和公司互联网工具的应用,公司逐步掌握各生猪养殖场大数据,为公司将来的农业互联网化奠定基础。

图 4：公司“养殖技术服务”产业示意图



资料来源：2016 年非公开发行预案

## 2、猪周期反转确立

### 2.1、非洲猪瘟蔓延，猪周期进入上升通道

中国于 2018 年 8 月发生首例疫情，随后疫情快速蔓延，至 6 月 14 日，中国内地 31 个省（市区）皆已发生过非洲猪瘟疫情，合计 137 起。非洲猪瘟发病率和死亡率最高可达 100%，目前全世界没有有效的疫苗防治，且极难根除。非洲猪瘟于 1921 年在肯尼亚首次发现，目前已有 60 个国家先后发生非洲猪瘟疫情。在已发生过非洲猪瘟疫情的国家中，只有 13 个国家根除了疫情，根除时间为 5 至 36 年。虽然当前，我国防疫猪瘟已取得了一定的阶段性成果，但是疫情情况依然严重。

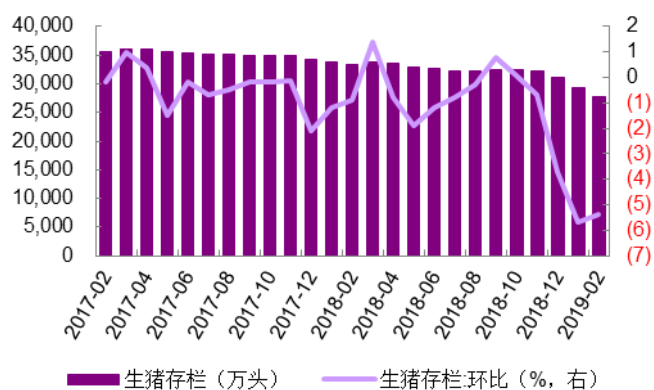
从历史上看，每轮周期的时间大约为 4-5 年，近十几年来，我们一共经历了两个完整的猪周期：2006 年-2010 年，2010 年-2015 年。2015 年及 2016 年为本轮周期的上涨期，从 2016 年下半年来进入下行期，2017 年、2018 年猪价持续低迷。而非洲猪瘟的发生加速行业产能的去化：

- 1) 生猪供给减少。主要体现在两个方面：一是扑杀直接减少供给。根据政策，我国对疫点内的生猪实行全部无害化处理。目前累计扑杀生猪达到 102 万头。二是禁止泔水喂养，预计有 5% 以上的产能受影响（测算过程详见我们于 2018 年 12 月发布的报告《疫情蔓延，周期或提前见底——非洲猪瘟对市场的影响及后市预判》）。
- 2) 生产效率受影响。一方面受疾病影响，另一方面虽然政策不断优化，但由于非洲猪瘟已蔓延至全国，生猪地区调运依然在很大程度上受限，淘汰母猪被迫育肥，而同时能繁母猪无法补栏，产能无法更新。
- 3) 补栏意愿下行，产能扩张步伐或将放缓。发生疫情的北方主产区生猪无法外运，猪价快速下跌，一方面中小养殖户深度亏损，补栏意愿受到极大打击，同时规模养殖厂在北方的扩厂计划也将或放缓。

存栏加速下行，验证产能去化。根据农村部数据，2018 年 12 月以来我国生猪存栏、能繁母猪存栏环比持续下滑，同步跌幅不断扩大。5 月生猪存

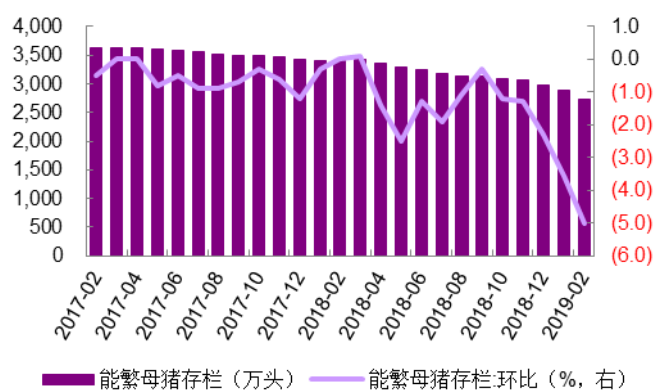
栏环比下降 4.2%，同比下降 22.9%；能繁母猪存栏环比下降 4.1%、同比下降 23.9%。

图 5：生猪存栏大幅下行



资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2019 年 5 月

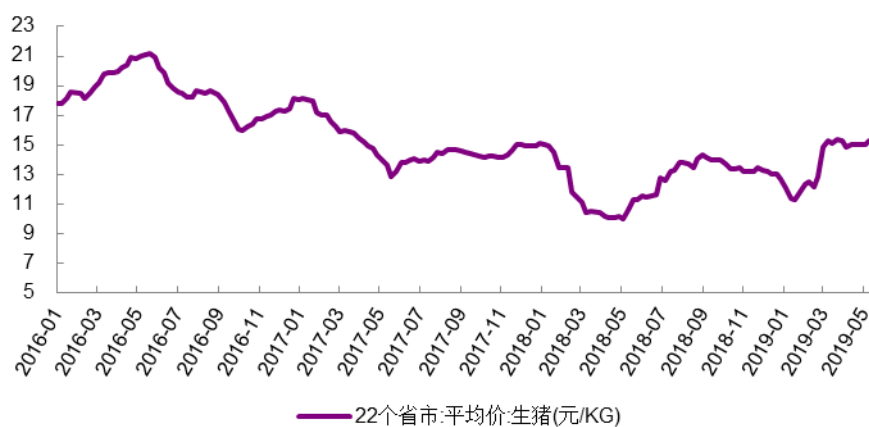
图 6：能繁母猪存栏大幅下行



资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2019 年 5 月

一季度猪价为淡季，目前有所回升。2016 年以来，生猪价格进入下行周期，而非洲猪瘟加速了价格下滑速度。19 年春节前，生猪价格快速下滑。根据国家生猪市场数据，1 月 29 日全国外三元均价仅为 11.37 元/公斤，为 2018 年 6 月份后最低点。2019 年 3-5 月猪价震荡，6 月初开始回升较为明显，截至 6 月 14 日，全国生猪价格均价为 16.66 元/公斤。

图 7：生猪价格趋势



资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2019 年 6 月 14 日

供需格局趋势性逆转，猪价进入上升通道。按照生长周期来看，18 年下半年生猪存栏将影响 19 年上半年猪肉的供给，母猪产能去化的影响则将在 19 年下半年开始体现。近期猪价回暖推动行业进入盈利区间，尤其是基于对下半年行情的判断，部分养殖户补栏信心可能有所恢复，但考虑到 18 年养殖户亏损幅度较大，预计补栏能力有限。从 18 年下半年来看，猪瘟及禁运推动行业仔猪和能繁母猪产能大幅去化，19 年二季度末开始猪价大幅上涨的确定性相对较高。

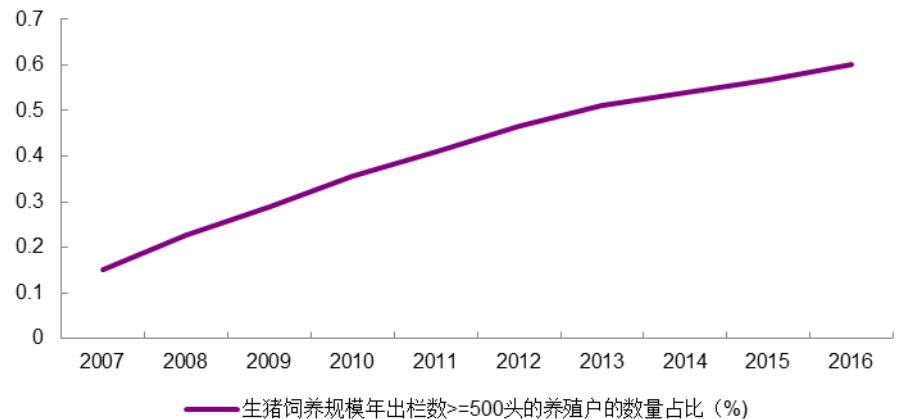
## 2.2、规模化养殖加速，龙头企业收益

长期以来，我国生猪养殖行业以散养为主，规模化程度较低。2017 年我国前五大养猪企业市占率仅为 5%左右，温氏股份出栏 1900 万头，市占率

仅为 2.8%。近年来受政策引导、环保压力、外出务工等因素的影响下，规模化养殖程度已有所提高。

2014 年我国规模化养殖场(年出栏 500 头以上)生猪出栏占比 42%，到 2015 年我国规模化养殖场生猪出栏占比 44%，到 2016 年占比已接近一半。从养殖户数量来看，规模化养殖场占比也呈不断上升趋势。

**图 8：规模以上养殖户数量占比增加，但比例依然很低**



资料来源：wind，光大证券研究所

同时上市公司凭借着资金和资本实力，其出栏量实现了较快增长。2018 年九大上市猪企（温氏、牧原、正邦、雏鹰、天邦、天康、罗牛山、龙大肉食、金新农）共出栏 4476.3 万头，占全国生猪出栏 6.45%。而 2017 年九大上市猪企业出栏量为 3442.46 万头生猪，只占据了 4.9% 的市场份额。

中长期来看，规模化养殖将是生猪养殖行业的必然趋势，中小散养户退出的市场空间，将由大型的规模化企业来填补。

1) 政策扶持：据《全国生猪生产发展规划（2016—2020 年）》，农业部对标准化养殖项目，在生猪主产区采取“以奖代补”方式，支持适度规模生猪养殖场进行标准化改扩建，包括节水设施、节料设备、清粪设施、漏缝地板等改造，实施自动化环境控制等。同时，选择部分省份开展财政促进金融支农创新试点，采用信贷担保、贴息等方式引导和带动金融资本，放大财政资金使用效应，政策的引导支持有助于规模化生猪养殖场的科学化，标准化建设，也有助于引导行业向集中化发展。根据规划，2020 年我国出栏 500 头以上规模养殖比重要达到 52%，规模企业屠宰量占比要达到 75%。

2) 环保压力促使中小散户退出。2015 年起，国内养殖环保政策全面收紧，2015-2017 年国内大量中小型猪场关停。

3) 非洲猪瘟加速产能集中度提升：一方面养殖风险提升，同时防疫难度大幅增加，成本快速提升；另一方面政策限制更严格，例如全面禁止泔水喂养，按照我们推算，至少有占据 5% 产能的中小散户将受此影响。（测算过程详见我们于 2018 年 12 月发布的报告《疫情蔓延，周期或提前见底——非洲猪瘟对市场的影响及后市预判》）

### 3、生猪业务：产能稳增长，布局分散

公司是 A 股中第三大生猪养殖企业，养殖业务为公司重点发展产业，主要由子公司正邦养殖、正邦农牧和加美育种经营。



### 3.1、养殖模式并行，因地制宜

公司早在 2002 年就已经涉足养殖行业，最初主要以自繁自养模式为主。2016 年起，公司养殖事业部着力于“公司+农户”模式的探索与实践，将公司成熟的猪场管控技术及环保建设优势、品牌优势、包含饲料兽药仔猪的全套产品力及养殖技术优势、肥猪的销售优势与农户的固定资产投资、土地资源、养殖责任心等结合，打造公司生猪养殖业务轻资产、快速扩张的合作养殖模式。2017 年，公司又进一步拓展了“公司+农场主”模式。截止至 2018 年，“公司+农户”模式下的出栏量占比已超过一半。

公司养殖模式和生猪产品较为多样，可一定程度上分散市场风险。从地域的角度看，南方地区土地零散，适合发展“公司+农户”模式，北方地区土地连片面积大，更适合发展自繁自养模式；从资金角度看，“公司+农户”模式资产轻，公司资金投入少，可实现生猪规模的快速扩张；自繁自养模式建设的猪场标准化、自动化程度高，后续养殖成本低。公司结合地域特点、现金流情况及生猪市场行情等各方面因素选择投建方式。长期来看，在产能都完全释放的情况下，“自繁自养”模式下利润相对较好，但现阶段，“公司+农户”模式更利于公司在有限的资金支持下更快地发展养殖规模。从公司发展规划及定增募投项目来看（相关内容将在后文展开），预计现阶段“公司+农户”模式将得到更快发展。

表 1：两种养殖模式特征对比

项目	“公司+农户”	公司自繁自养
模式的主要内容	公司承担饲料、仔猪、兽药疫苗等原料的统一采购和供应、养殖技术的输出、肥猪的销售等工作，农户承担猪场建设、肥猪饲养管理等工作。公司与农户根据权责对等原则，结算成本和收益。	公司建设养殖基地并雇用劳动力进行规模化养殖，负责养殖过程中的所有环节。
利润	需要向农户支付代养费，这样会向农户转让一部分利润。	在产能都完全释放的情况下，自繁自养模式建设的猪场标准化、自动化程度高，后续养殖成本低，“利润相对较好”。
规模扩张	轻资产运作模式，资金占用少，有利于上量上规模，更利于公司在有限的资金支持下更快发展养殖规模。	资金占用大，扩张速度慢，但是由于自动化程度更高，人均效率更高。
地域分布	南方地区土地零散，适合发展“公司+农户”模式。	北方地区土地连片面积大，更适合发展自繁自养模式。

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 3.2、掌握核心育种技术，养殖效率高

公司致力于发展规模化养殖猪场，通过对核心猪场、扩繁场和商品场三级猪场的构建，形成了“育种—繁育—养殖”完整的生猪养殖产业链，有利于降低养殖成本。公司出栏生猪产品涵盖种猪、仔猪和肥猪。近年来随着公司养殖规模扩大，种猪自供比例增加，对外销售数量逐年减少。

育种技术在生猪养殖中起着巨大作用，尤其在非洲猪瘟背景下，母猪产能大幅去化。育种技术直接影响着仔猪供给，从而影响公司能否实现有效出栏。正邦核心猪场从国外引进世界先进的长白猪、大白猪和杜洛克猪等原种猪，扩繁场继续配种后形成“杜长大”三元杂交商品猪，具有生长快、饲料利用率高、瘦肉率高、经济效益明显等特点。公司下辖 8 个生猪核心育种场（含 3 个国家级生猪核心育种场）和 3 个纯种扩繁场。

公司下属育种公司正邦加美成立于 2012 年，目前已在江西、湖北、湖南、广东、河南、山西、山东、东北、新疆等地建立种猪繁育基地。加美全

部核心场均为 CCSI 成员，并与多家国际种猪育种公司、机构保持合作，持续引进加系原种猪，广泛的优质基因交流，凭借先进的硬件设施和强大的博士育种团队，经过大数据测定和高强度选育，实现国际同步育种，构建自身种猪基因库，培育的种猪遗传性能稳定，具有“产仔多、长速快、抗病强”等特点。

图 9：育种基地布局



资料来源：公司官网

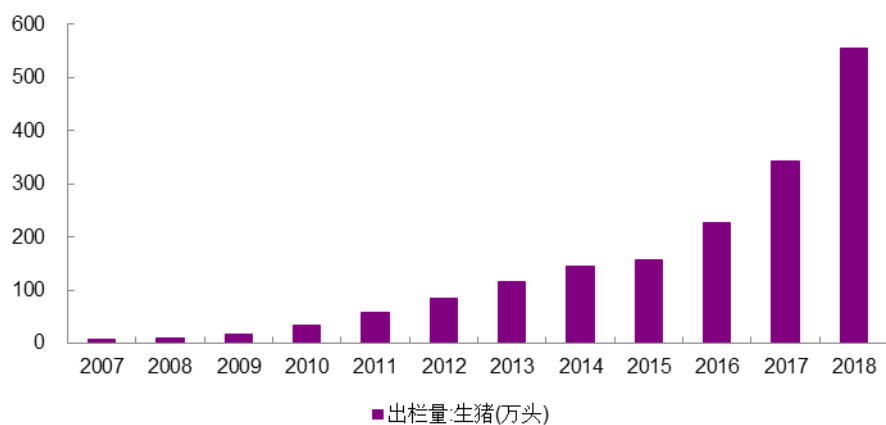
公司的种猪场主要有三类，分别是 GGP、GP 和 PS 场，GGP 场主要生产一元种猪，GP 场主要生产二元种猪，PS 场主要生产商品猪。原种场一般独立建设，与 GP 场、PS 场分开隔离。商品猪场一般会配套建设 GP 场、PS 场，分布区域比较广泛。

生产效率高。公司使用自动化程度水平高的现代化养殖设备和技术，一名饲养员可以管理 2500-3400 头肥猪（根据猪舍条件）。新建的母猪场，自动化效率高，2200 头母猪存栏的母猪场只需要 17 人左右；若采取“公司+农户”模式，技术服务人员的服务取决于养殖户的规模，平均来看一个技术员可以管理 4000-6000 头，甚至 10000 多头。

### 3.3、产能稳健增长，多渠道缓解资金压力

公司一直将生猪养殖业务作为公司重点发展的核心业务，多年来持续加大对生猪养殖业务的投入力度，尤其是 2015 年后公司出栏量迅速增长，目前为 A 股中出栏量第三大的公司。公司生猪年出栏量从 2012 年的 84.95 万头增长至 2018 年的 553.99 万头，年复合增长率为 36.7%。2019 年 1-4 月公司共出栏生猪 226.27 万头，同比增长 48.44%。根据公司规划，2019 年出栏量将达 650-800 万头，继续维持稳健增长。

图 10: 公司出栏量快速增长



资料来源: wind

公司持续拓展产能, 且当前重点发展“公司+农户”模式:

1) 发展轻资产运营模式。自繁自养模式单位投资额较高, 属于重资产模式, 而“公司+农户”养殖模式, 其相对于自繁自养模型需要的固定资产投资较少。一方面公司新建养殖产能以“公司+农户”模式为主, 同时公司将部分自繁自养养猪场改造为“公司+农户”模式。

2) 公司利用自有资金、上市公司的优势地位, 不断获取资金支持养殖业发展。自 2015 年以来公司发行了一次公司债、完成了两次定增, 分别为: 1) 2015 年 12 月定增募集 11.3 亿, 其中 7.6 亿用于生猪养殖; 2) 2017 年 1 月定增募集 16.61 亿, 其中 14.45 亿用于发展生猪养殖。目前 17 年定增方案中的项目预计主要集中在 2019-2020 年建设完成, 主要分布在湖南、内蒙、江西等地。

表 2: 正邦科技当前主要在建项目

募投项目	类型	预计产能	预计达到可使用状态日期
肇源项目	自繁自养场	存栏 15000 头母猪	2019-6-30
汾市项目	繁殖场	存栏 8800 头母猪	2019-6-30
茶场项目		存栏 5000 头母猪	2019-6-30
林西项目		存栏 6000 头母猪	2019-6-30
唐山项目		出栏 60 万头生猪	2019-6-30
大悟项目		存栏 2200 头母猪	2020-6-30
宾阳项目		存栏 10000 头母猪	2020-6-30
贾汪项目		存栏 600 头母猪	2020-6-30
黄骅项目	育肥场	年出栏 30 万头生猪	2020-6-30
肇东项目		年出栏 20 万头生猪	2020-6-30

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

生猪产能的进一步扩展需要更多的资金支持, 但截止至 2019 年一季度, 公司资产负债率已达 69.9%, 处于相对较高水平。公司后续的资金支持将主要来自以下三个渠道:

- 1) 饲料、兽药、农药等业务发展相对稳健, 能够提供稳定的现金流。
- 2) 银行贷款为目前公司资金的主要来源。截止至 18 年 9 月 30 日, 公司未使用银行授信近 60 亿元;

- 3) 2019年1月,公司与中国人保资产管理有限公司签订《支农融资合同》,拟向人保资产申请限额为人民币8亿元的支农融资。
- 4) 大股东支持。正邦集团实力雄厚,19年1月17日,公司与控股股东正邦集团签订了《借款协议》:临时性借款不超过20亿元人民币(利率为同期银行贷款利率),用于短期内、临时性补充公司流动资金和归还银行贷款需求。
- 5) 2018年10月,公司拟再度实施非公开发行新股,拟募集资金9.93亿,其中5.5亿用于偿还贷款,4.4亿用于扩张“公司+农户”养殖模式。项目实施达产后将新增生猪出栏量合计64万头,占公司现有生猪产能的比例为11.55%。同时公司资产负债率将显著下降。目前该项目已通过证监会审核。

表3: 19年定增项目介绍

项目	项目名称	预计年出栏规模	拟投入资金(万元)	拟投入募投资金(万元)
发展生猪养殖	烈山区古饶谷山村正邦存栏16,000头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目	商品肥猪32万头	28,223.26	22,422.58
	虞城正邦存栏32,000头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目(一期)	商品肥猪32万头	28,026.14	22,114.02
偿还银行贷款	偿还银行贷款	--	54,737.89	54,737.89
合计		--	110,987.29	99,274.49

资料来源:公司公告

### 3.4、产能布局分散,重疫区占比小

公司立足于江西,随着产能的不断拓展,目前生猪养殖产能已覆盖全国,主要在江西、湖南、湖北、广东、广西、云贵川、山东、东北、河北、内蒙古、江苏、安徽等区域,并储备了大量适宜畜牧养殖的土地,为公司未来养殖业务扩展提供支持。

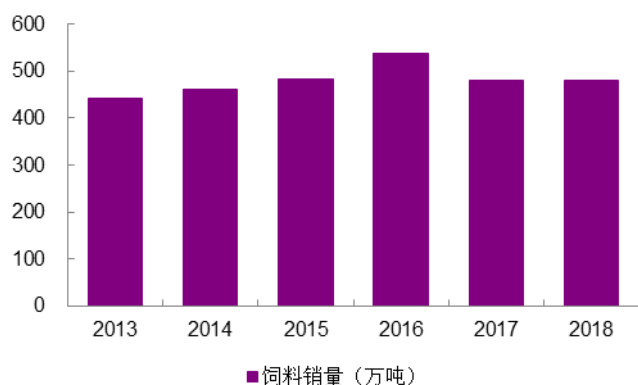
公司生猪产业的区域布局比较广,各省份占比都不高,每个月各地区的出栏占比也会有所有波动,以2019年1月份为例,公司销售生猪76.42万头,其中江西(20%)、广东(18%)、东北三省(14.4%)、湖北(11.7%)等区域出栏量占比较大,超过10%;山东、四川、广西、江苏、安徽等区域比较均匀,出栏量占比在3%到6%之间;河南、河北、新疆、云南、贵州、湖南、内蒙古等区域占比较低,均不超过3%。

## 4、饲料业务销量稳定,盈利能力提高

公司是A股中规模较大的饲料企业之一,公司主要提供猪饲料、禽饲料以及少量水产饲料和反刍饲料,产品结构以全价料为主,预混料和浓缩料产品也已形成了一定规模公司共拥有“正邦”、“广联”等5个饲料品牌。

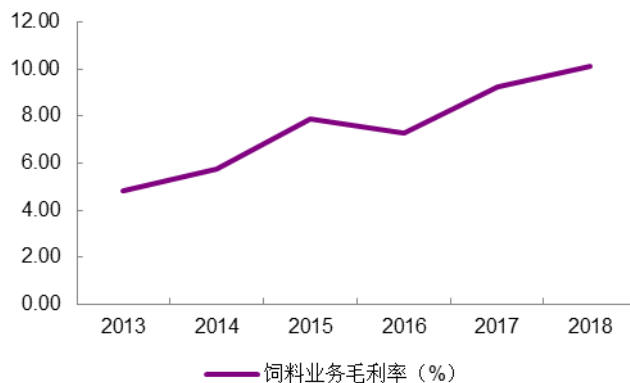
我国饲料市场总需求量相对平稳,但内部竞争激烈。凭借着产品结构调整、市场拓展等,公司饲料维持了相对稳定的销量,公司2018年公司共销售饲料479.59万吨,同比微增0.05%,毛利率10.11%,同比提升0.84个百分点。

图 11：近年饲料销量维持稳健



资料来源：wind

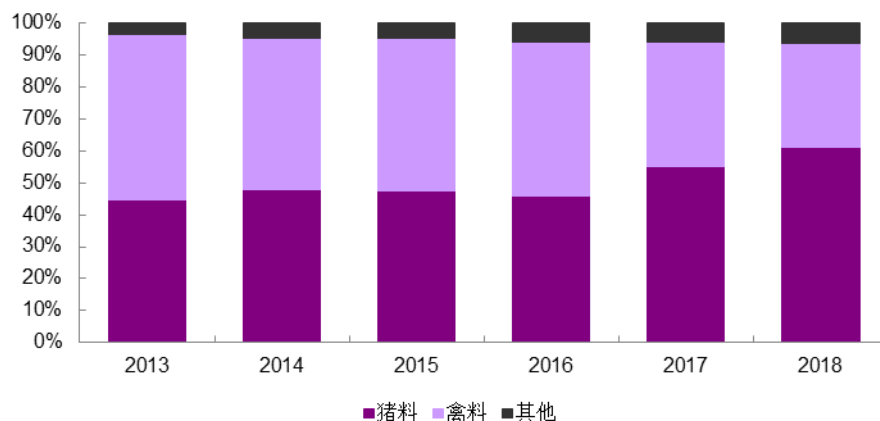
图 12：饲料业务毛利率逐步提高



资料来源：wind

结构调整，提升盈利能力。2016 年以来公司对饲料产品结构进行调整，减少了禽料等低附加值产品产量占比，同时加大了猪饲料销售力度。公司猪料销量占比由 16 年的 46% 提升至 18 年的 61.19%，由于猪料毛利率高于禽料，从而带动饲料业务综合毛利率的逐年提高。

图 13：猪料占比逐步提高



资料来源：公司公告

增加产品附加值。饲料业务围绕服务营销展开，采用经销商模式、直销模式和猪场托管模式相结合的经营模式不断提升产品附加值进而提升客户粘性。猪场托管模式是指公司与规模猪场签订托管协议，依托公司成熟的动物营养技术和猪场经营管理体系，对客户猪场进行全托管或部分经营指标托管，托管猪场全程使用公司饲料和兽药产品，再根据托管协议，按约定的猪场经营指标完成情况进行利益分配。

## 5、兽药、农药：延伸产业链，平滑周期波动

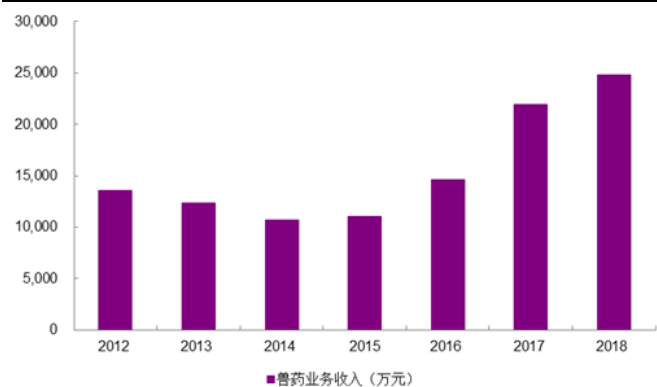
### 5.1、兽药：收入稳健增长

公司的兽药业务主要以猪、禽用兽药为主，主要自主研发生产和销售兽药、混合型饲料添加剂、预混合饲料添加剂等产品。公司兽药产品主要用于预防、治疗、诊断动物疾病或者有目的地调节动物生理机能。

公司兽药业务的经营主要通过一级代理商进行分销，同时成立大客户部，面向规模猪场直销。公司充分利用自身在动物疾病服务方面优势，组建了庞大的技术服务营销团队，为高端客户提供养殖场疾病防控服务及个性化的产品定制。

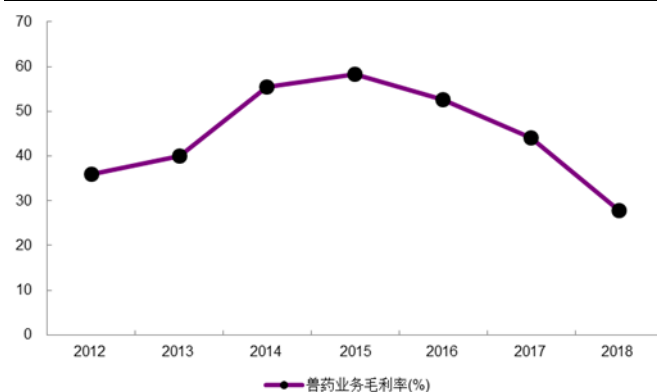
公司兽药业务受下游市场影响较大。2018年，在生猪行情整体低迷，客户减产甚至退出市场的经济环境下，公司为维持和稳定重点客户群，加大了代理商激励力度，增强了技术服务力量，重点加强了疾病服务力度，公司对外部客户的销售收入同比增加 13.11%，但受下游养殖行情低迷及原料和包装材料涨价影响，公司毛利率水平同比下降 16.16 个百分点。

图 14：2012-2018 年兽药业务销售收入



资料来源：wind，光大证券研究所

图 15：2012-2018 年兽药业务毛利率



资料来源：wind，光大证券研究所

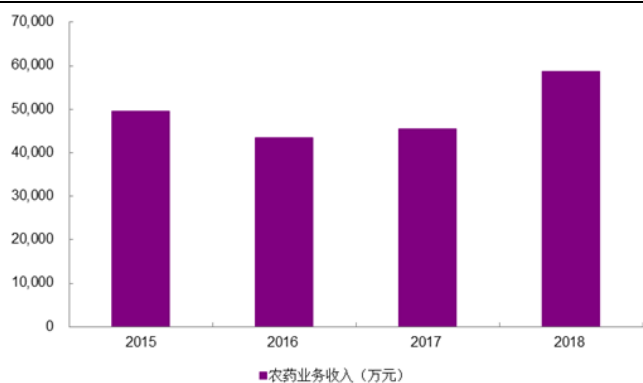
## 5.2、农药：受益于行业集中度提升

公司农药业务主要产品以除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂为主，此外还包含农药原药及植物营养剂。公司产品以水稻、小麦等粮食作物和蔬菜、瓜果等经济作物用药为主。农药产品主要用于防治有害生物（含杂草、害虫、菌等）对种植业的危害或对植物生长过程进行有益调节。

公司农药业务主要采用经销商模式，即通过“区域总代理”和“地县级经销商”进行网络式销售，并以“零售商直供”模式（物流便利区域）和“种植基地直销”模式作为有益补充。公司积极推动“产品+服务”模式，为种植大户提供产品套餐和植保服务。

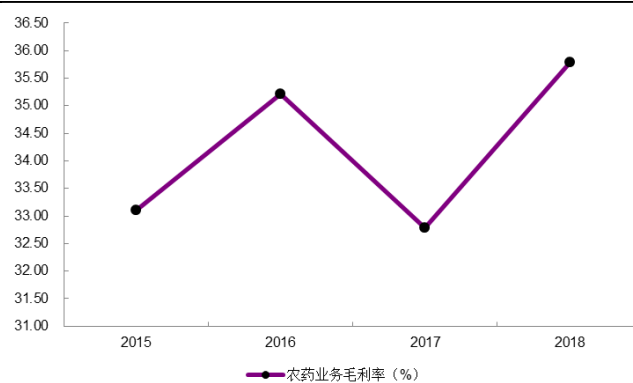
2018年，受环保、新农药管理条例加强监管力度影响，假冒伪劣小企业加速退出，行业加速清理。下游经销商及终端用户不断向资金实力较强、管理规范的大公司靠拢。公司抓住行业发展机遇，快速行动，销售收入同比增长 29.20%。同时，公司进一步调整产品结构，淘汰低端产品，使产品毛利率较上年同期提升 3.01 个百分点。

图 16: 2015-2018 年农药业务销售收入



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 17: 2015-2018 年农药业务毛利率



资料来源: wind, 光大证券研究所

## 6、关键假设及盈利预测

### 6.1、关键假设

#### 1、生猪: 量价叠加, 大幅盈利

1) 量: 生猪养殖为公司重点发展业务, 2016 年以来公司在建工程持续维持较快增长, 同时公司 17 年定增募投项目将集中在 2019 年-2020 年建成。结合公司规划, 我们预计 2019-2021 年公司生猪出栏量分别为 700 万头、850 万头和 1100 万头。

2) 价: 非洲猪瘟蔓延推动行业产能大幅去化, 生猪存栏连续大幅下降, 验证周期反转。我们认为猪价将从 19 年下半年开始大幅上涨, 2020 年继续维持高景气度。我们预计 2019-2021 年公司头猪净利分别为 230 元、644 元和 606 元。

综上所述, 量价叠加, 我们预计公司生猪养殖业务盈利将大幅增长, 2019-2021 年可分别贡献净利润 16.1 亿、54.7 亿和 66.7 亿。

表 4: 生猪养殖业务收入、利润拆分及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
出栏量 (万头)	554	700	850	1,100
头均收入 (元/头)	1,377	1,650	2,145	2,090
头均净利 (元/头)	-14	230	644	606
收入(亿元)	76	116	182	230
同比 (%)	38.3	51.5	57.9	26.1
毛利率(%)	7.9	23.0	39.0	38.0
净利润 (亿元)	-0.8	16.1	54.7	66.7

资料来源: wind, 19-21 年数据为光大证券研究所预测

#### 2、饲料: 稳定发展

1) 量: 近年来公司饲料业务进行结构调整, 开始向附加值较高的猪料倾斜。我们预计 2019-2021 年公司猪料销量维持 5% 的增长, 分别为 308 万吨、324 万吨和 340 万吨; 禽料销量分别为 155 万吨、160 万吨和 165 万吨。综合来看我们预计 19-21 年公司饲料销量分别为 493 万吨、514 万吨和 535 万吨。

2) 价：饲料行业竞争激烈，我们预计 2019-2021 年公司饲料吨利分别为 31.8 元、31.2 元和 30.4 元。

综上所述，量价叠加，我们预计公司饲料业务盈利将保持稳定，2019-2021 年贡献净利润维持在 1.6 亿左右。

**表 5：饲料业务收入、利润拆分及预测**

	2018A	2019E	2020E	2021E
总销量 (万吨)	480	493	514	535
其中：猪料 (万吨)	293	308	324	340
禽料 (万吨)	157	155	160	165
其他 (万吨)	29	30	30	30
平均吨净利 (元/吨)	31.2	31.8	31.2	30.4
收入(亿元)	133	138	144	150
同比 (%)	-5.4	3.7	4.3	4.3
毛利率(%)	10.1	10.2	10.1	10.1
净利润 (亿元)	1.5	1.6	1.6	1.6

资料来源：wind，19-21 年数据为光大证券研究所预测

### 3、兽药、农药：稳健增长

1) 农药：环保压力下，中小企业加速退出，市场集中度提升。我们预计 19-21 年公司农药收入增速分别为 10%、8%和 5%；毛利率分别为 34.5%、34%和 34%。

2) 兽药：疫情蔓延，提升防疫需求，预计 19-21 年公司兽药收入维持 10%的增长，毛利率维持在 27%。

**表 6：农药、兽药业务收入、利润拆分及预测**

	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>农药</b>				
收入(亿元)	5.9	6.5	7.0	7.3
同比 (%)	29.0	10.0	8.0	5.0
毛利率(%)	35.8	34.5	34.0	34.0
净利润 (亿元)	1.6	1.6	1.7	1.8
<b>兽药</b>				
收入(亿元)	2.5	2.7	3.0	3.3
同比 (%)	13.2	10.0	10.0	10.0
毛利率(%)	27.9	27.0	27.0	27.0
净利润 (亿元)	0.5	0.5	0.5	0.6

资料来源：wind，19-21 年光大证券研究所预测

## 6.2、盈利预测

生猪行业迎来上行周期，公司出栏量稳步增长，量价叠加，公司业绩迎来拐点。暂不考虑目前定增的影响，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 266.1 亿、339.8 亿和 394.3 亿，同比增速分别为：20.36%、27.66%和 16.04%。预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利 20.28 亿、59.12 亿和 71.28 亿，同比分别增长 948.73%、191.46%和 20.56%。预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为：0.86 元、2.49 元和 3.01 元。



## 7、估值与投资评级

### 7.1、估值

公司为以生猪产业为核心，涵盖饲料、农药、兽药的综合性农牧企业，我们选取金新农、唐人神、新希望、天康生物、傲农生物等五家生猪产业的综合企业为可比公司，五家公司 19、20 年的平均估值为：23 倍、11 倍。

表 7：可比公司估值

代码	公司	市值(亿元)	收盘价(元/股)	EPS (元/股)				PE (X)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002548.SZ	金新农	55	13.09	-1.48	0.22	1.08	1.49	-9	60	12	9
000876.SZ	新希望	795	18.85	0.40	0.76	1.24	1.74	47	25	15	11
002567.SZ	唐人神	102	12.14	0.16	0.59	1.59	1.89	76	21	8	6
603363.SH	傲农生物	80	18.33	1.16	0.77	2.70	3.35	16	24	7	5
002100.SZ	天康生物	85	8.43	0.31	0.55	1.09	1.39	27	15	8	6
平均								--	23	11	9
002157.SZ	正邦科技	409	17.25	0.08	0.86	2.49	3.01	212	20	7	6

资料来源：wind，光大证券研究所，股价时间为 2019 年 6 月 14 日

注：正邦科技 19-21 年 EPS 为光大证券研究所预测，其余公司均为 wind 一致预期

### 7.2、投资评级

生猪业务是公司业绩高增长的主动力，饲料、农药、兽药等业务发展平稳。由于非洲猪瘟推动行业产能去化，预计 2020 年生猪行业进入全面盈利时期，2020 年是市场的关注重点。故我们认为根据 2020 年的盈利预测给予公司估值更为合理。

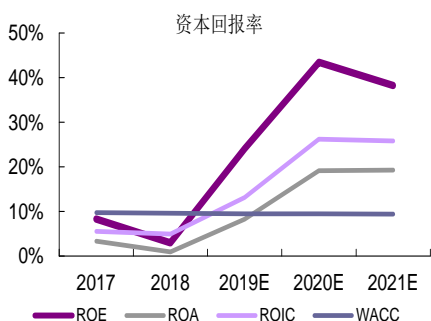
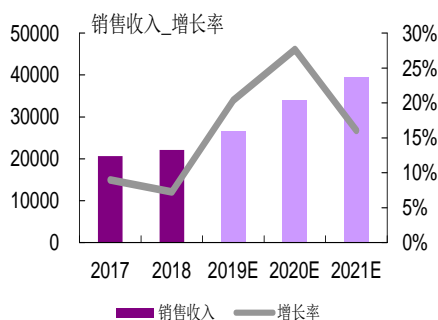
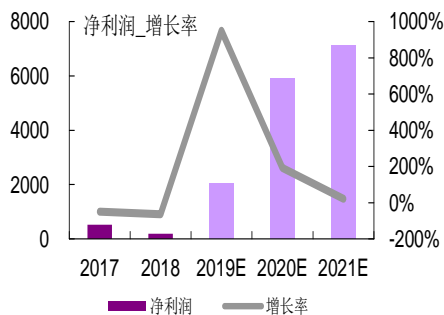
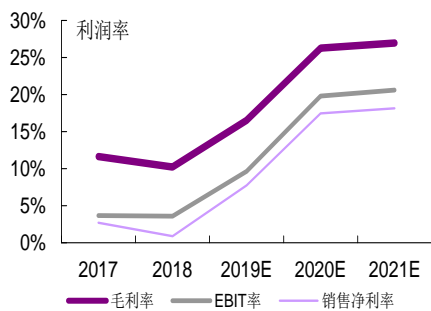
生猪行业迎来上行周期，公司出栏量稳步增长，量价叠加，公司业绩迎来拐点。暂不考虑目前定增的影响，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为：0.86 元、2.49 元和 3.01 元。参考可比公司估值，给予公司 2020 年 11 倍 PE，对应目标价 27.39 元。看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 8、风险分析

**感染疫情风险：**非洲猪瘟蔓延对于上市公司来说既是契机亦是挑战。一方面规模化生产企业可趁低布局，抢占市场；但同时对公司的防疫体系提出更高要求。如上市公司生猪产品感染疫情，则将对公司经营产生不利影响。

**产品价格下降风险：**公司的饲料、肉类等产品属于大宗商品，在经济疲弱的背景下，大宗商品需求难以快速回暖，将导致价格震荡下行，除了有其他风险可能会影响公司营收外，还会影响公司利润增长。

**产能释放不及预期风险：**产能建设不及预期，公司出栏量将受较大影响，从而影响业绩的兑现情况。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>20615</b>	<b>22113</b>	<b>26615</b>	<b>33977</b>	<b>39427</b>
营业成本	18218	19851	22223	25057	28801
折旧和摊销	645	914	1092	1313	1593
营业税费	25	30	40	51	59
销售费用	668	736	886	1053	1222
管理费用	921	683	878	1082	1215
财务费用	194	329	355	439	543
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	17	-11	15	18	18
<b>营业利润</b>	<b>611</b>	<b>258</b>	<b>2226</b>	<b>6301</b>	<b>7594</b>
<b>利润总额</b>	<b>588</b>	<b>203</b>	<b>2167</b>	<b>6261</b>	<b>7544</b>
少数股东损益	31	-1	25	20	20
<b>归属母公司净利润</b>	<b>525.75</b>	<b>193.42</b>	<b>2028.49</b>	<b>5912.18</b>	<b>7127.77</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>16616</b>	<b>21326</b>	<b>24831</b>	<b>30984</b>	<b>37063</b>
流动资产	5740	6988	8155	10004	11675
货币资金	1408	1584	1863	2378	2760
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	386	500	650	862	1038
应收票据	6	9	8	14	20
其他应收款	341	330	399	510	670
存货	3329	4234	4840	5760	6621
可供出售投资	30	27	30	32	35
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	145	133	127	127	127
固定资产	6663	9236	11165	14254	17652
无形资产	317	346	328	312	296
<b>总负债</b>	<b>9914</b>	<b>14506</b>	<b>16052</b>	<b>16992</b>	<b>18000</b>
无息负债	3651	5982	6097	6497	7077
有息负债	6263	8524	9955	10495	10923
<b>股东权益</b>	<b>6702</b>	<b>6819</b>	<b>8778</b>	<b>13992</b>	<b>19063</b>
股本	2334	2364	2372	2372	2372
公积金	2100	2176	2371	2962	3183
未分配利润	2009	2079	3810	8412	13243
少数股东权益	386	341	366	386	406

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>912</b>	<b>1331</b>	<b>2182</b>	<b>5845</b>	<b>7902</b>
净利润	526	193	2028	5912	7128
折旧摊销	645	914	1092	1313	1593
净营运资金增加	329	-454	1628	2333	1745
其他	-588	677	-2567	-3713	-2564
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-4180</b>	<b>-3148</b>	<b>-3424</b>	<b>-5594</b>	<b>-5983</b>
净资本支出	-4094	-3150	-3200	-5000	-5500
长期投资变化	145	133	0	0	0
其他资产变化	-231	-131	-224	-594	-483
<b>融资活动现金流</b>	<b>2467</b>	<b>1648</b>	<b>1522</b>	<b>265</b>	<b>-1537</b>
股本变化	43	30	8	0	0
债务净变化	2707	2260	1431	540	428
无息负债变化	1167	2332	115	400	580
<b>净现金流</b>	<b>-801</b>	<b>-170</b>	<b>279</b>	<b>515</b>	<b>382</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	8.96%	7.27%	20.36%	27.66%	16.04%
净利润增长率	-49.74%	-63.21%	948.73%	191.46%	20.56%
EBITDA 增长率	-15.74%	22.05%	114.46%	119.66%	20.86%
EBIT 增长率	-34.22%	5.14%	224.20%	161.96%	20.77%
<b>估值指标</b>					
PE	78	212	20	7	6
PB	6	6	5	3	2
EV/EBITDA	34	29	14	6	5
EV/EBIT	63	63	20	8	6
EV/NOPLAT	66	67	21	8	7
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	4	3	3	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	11.63%	10.23%	16.50%	26.25%	26.95%
EBITDA 率	6.78%	7.71%	13.74%	23.65%	24.63%
EBIT 率	3.65%	3.58%	9.64%	19.78%	20.59%
税前净利润率	2.85%	0.92%	8.14%	18.43%	19.13%
税后净利润率 (归属母公司)	2.55%	0.87%	7.62%	17.40%	18.08%
ROA	3.35%	0.90%	8.27%	19.15%	19.29%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.32%	2.99%	24.11%	43.45%	38.20%
经营性 ROIC	5.55%	4.91%	13.12%	26.18%	25.79%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.80	0.71	0.82	1.11	1.39
速动比率	0.34	0.28	0.33	0.47	0.60
归属母公司权益/有息债务	1.01	0.76	0.85	1.30	1.71
有形资产/有息债务	2.55	2.42	2.43	2.89	3.34
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.22	0.08	0.86	2.49	3.01
每股红利	0.05	0.04	0.30	0.88	1.05
每股经营现金流	0.38	0.56	0.92	2.46	3.33
每股自由现金流(FCFF)	-1.28	-0.43	-0.54	0.15	0.86
每股净资产	2.66	2.73	3.55	5.74	7.87
每股销售收入	8.69	9.32	11.22	14.33	16.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼