

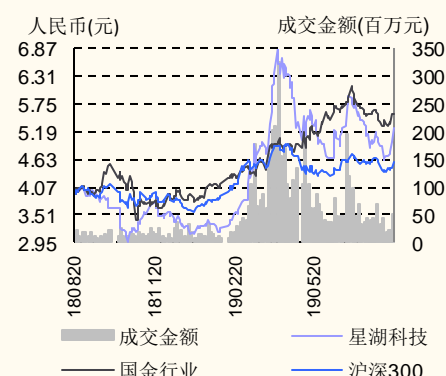
## 星湖科技 (600866.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 5.28 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	645.39
总市值(百万元)	3,902.02
年内股价最高最低(元)	5.28/4.61
沪深 300 指数	3791.09
上证指数	2883.10



## 相关报告

1. 《经营拐点显现，多业务景气共振-【国金化工】星湖科技公司深度报...》，2019.6.11

## I+G 维持高景气运行，收购久凌制药带动公司业绩提升

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	-0.245	0.066	0.335	0.419	0.454
每股净资产(元)	1.42	1.48	1.89	2.01	2.17
每股经营性现金流(元)	0.06	0.08	0.39	0.50	0.54
市盈率(倍)	-18.76	47.93	15.75	12.60	11.64
净利润增长率(%)	-751.16%	-126.71%	486.09%	25.01%	8.24%
净资产收益率(%)	-17.31%	4.42%	17.71%	20.83%	20.95%
总股本(百万股)	645.39	645.39	739.02	739.02	739.02

来源：公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2019年8月19日，公司发布2019年度半年报，上半年实现营业收入5.54亿元，同比增长24.87%，归母净利润7710.60万元，同比增长365.73%。

## 分析

- 收购定制医药中间体企业久凌制药，带动公司业绩实现高速增长。久凌制药多年来从事定制中间体业务(CMO业务)，为下游客户提供艾滋病、丙肝、糖尿病等医药中间体，经过多年的积累具有良好的下游客户合作基础。2019年2月，久凌制药正式并表，上半年实现净利润3171.54万元，占公司上半年净利润41.13%，支撑了公司业绩实现快速增长。受益于全球中间体行业生产持续转移以及国内安全环保要求趋严，小规模精细化工企业难以保证稳定供应，久凌制药有望承接更多下游订单，加深同下游客户合作，同时2019年下半年，久凌制药仍将有新建产能持续释放，为定制中间体业绩增长提供充足的发展空间。
- I+G 行业景气持续，产品价格维持高位。I+G 行业经历了多年的行业低谷，落后产能逐步退出，叠加环保要求趋严，小规模落后产能退出行业竞争，而稳步增长的下游需求消化了过剩产能，I+G 行业供需格局极大改善，长期处于寡头竞争格局。2019年上半年，I+G 价格维持高位，叠加行业内企业协同性良好，预期下半年I+G产品仍将维持高景气运行。
- “一头多产”产业链布局，灵活调整产品生产。公司以玉米淀粉为产品原料下游布局多种类氨基酸及核苷酸等产品生产，二季度，由于果葡糖浆、饲料氨基酸等产品价格下行，公司停止饲料氨基酸销售，大幅减少果葡糖浆生产，通过调整下游产品结构，最大程度上降低价格波动对盈利带来的影响。

## 投资建议

- 下半年，久凌制药子公司仍将有新产能缓慢释放，产量提升带动盈利增长，I+G 行业格局持续向好，产品价格有望进一步上行，预期下半年企业盈利水平将有进一步增长，预测2019~2021年公司净利润分别为2.48亿、3.10亿、3.35亿元，对应EPS 0.34元、0.42元、0.45元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 调味产品价格大幅波动风险；子公司新建产能投产进度不达预期；玉米发酵物应用放量不达预期风险。

蒲强

 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001  
 puqiang@gjzq.com.cn

杨翼荣

 联系人  
 yangyirong@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>680</b>	<b>687</b>	<b>859</b>	<b>1,442</b>	<b>1,717</b>	<b>1,924</b>
增长率		1.0%	25.1%	67.8%	19.1%	12.1%
<b>主营业务成本</b>	<b>-541</b>	<b>-568</b>	<b>-637</b>	<b>-818</b>	<b>-979</b>	<b>-1,137</b>
%销售收入	79.6%	82.7%	74.2%	56.7%	57.0%	59.1%
<b>毛利</b>	<b>139</b>	<b>119</b>	<b>222</b>	<b>624</b>	<b>738</b>	<b>787</b>
%销售收入	20.4%	17.3%	25.8%	43.3%	43.0%	40.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>
%销售收入	1.0%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
<b>营业费用</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>	<b>-31</b>	<b>-55</b>	<b>-61</b>	<b>-67</b>
%销售收入	2.9%	3.1%	3.6%	3.8%	3.6%	3.5%
<b>管理费用</b>	<b>-99</b>	<b>-111</b>	<b>-111</b>	<b>-234</b>	<b>-275</b>	<b>-298</b>
%销售收入	14.5%	16.2%	12.9%	16.3%	16.0%	15.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>14</b>	<b>-23</b>	<b>69</b>	<b>315</b>	<b>380</b>	<b>396</b>
%销售收入	2.0%	n.a	8.1%	21.9%	22.1%	20.6%
<b>财务费用</b>	<b>-32</b>	<b>-25</b>	<b>-14</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>
%销售收入	4.8%	3.6%	1.6%	0.6%	0.1%	0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-20</b>	<b>-99</b>	<b>-20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>42</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>4</b>
%税前利润	148.4%	-2.4%	1.8%	0.0%	0.3%	1.0%
<b>营业利润</b>	<b>3</b>	<b>-132</b>	<b>43</b>	<b>307</b>	<b>378</b>	<b>396</b>
营业利润率	0.5%	n.a	5.1%	21.3%	22.0%	20.6%
<b>营业外收支</b>	<b>25</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>-18</b>	<b>-14</b>	<b>-2</b>
<b>税前利润</b>	<b>28</b>	<b>-143</b>	<b>42</b>	<b>288</b>	<b>364</b>	<b>394</b>
利润率	4.1%	n.a	4.9%	20.0%	21.2%	20.5%
<b>所得税</b>	<b>-4</b>	<b>-15</b>	<b>0</b>	<b>-40</b>	<b>-55</b>	<b>-59</b>
所得税率	13.1%	n.a	0.0%	14.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>24</b>	<b>-158</b>	<b>42</b>	<b>248</b>	<b>310</b>	<b>335</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>24</b>	<b>-158</b>	<b>42</b>	<b>248</b>	<b>310</b>	<b>335</b>
净利率	3.6%	n.a	4.9%	17.2%	18.0%	17.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>24</b>	<b>-158</b>	<b>42</b>	<b>248</b>	<b>310</b>	<b>335</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>102</b>	<b>179</b>	<b>100</b>	<b>84</b>	<b>91</b>	<b>100</b>
非经营收益	-16	36	16	15	21	8
<b>营运资金变动</b>	<b>-69</b>	<b>-17</b>	<b>-108</b>	<b>-55</b>	<b>-50</b>	<b>-47</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>51</b>	<b>292</b>	<b>371</b>	<b>396</b>
<b>资本开支</b>	<b>2</b>	<b>-38</b>	<b>-32</b>	<b>-155</b>	<b>-155</b>	<b>-153</b>
投资	97	143	0	0	0	0
其他	9	13	1	0	1	4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>109</b>	<b>119</b>	<b>-32</b>	<b>-155</b>	<b>-154</b>	<b>-149</b>
股权募资	0	0	0	416	0	0
债权募资	-136	-102	-70	-182	37	21
其他	-38	-32	-15	-234	-229	-231
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-174</b>	<b>-134</b>	<b>-86</b>	<b>1</b>	<b>-192</b>	<b>-210</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-24</b>	<b>24</b>	<b>-67</b>	<b>138</b>	<b>25</b>	<b>37</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>货币资金</b>	<b>140</b>	<b>164</b>	<b>98</b>	<b>235</b>	<b>260</b>	<b>297</b>
<b>应收账款</b>	<b>176</b>	<b>107</b>	<b>145</b>	<b>208</b>	<b>247</b>	<b>277</b>
<b>存货</b>	<b>255</b>	<b>198</b>	<b>240</b>	<b>280</b>	<b>335</b>	<b>390</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>154</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>27</b>
<b>流动资产</b>	<b>724</b>	<b>487</b>	<b>500</b>	<b>744</b>	<b>867</b>	<b>991</b>
%总资产	42.3%	33.6%	34.6%	42.3%	44.9%	47.1%
<b>长期投资</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>
<b>固定资产</b>	<b>773</b>	<b>780</b>	<b>778</b>	<b>817</b>	<b>850</b>	<b>892</b>
%总资产	45.2%	53.9%	53.9%	46.5%	44.0%	42.4%
<b>无形资产</b>	<b>108</b>	<b>125</b>	<b>120</b>	<b>127</b>	<b>130</b>	<b>138</b>
<b>非流动资产</b>	<b>986</b>	<b>962</b>	<b>946</b>	<b>1,014</b>	<b>1,064</b>	<b>1,114</b>
%总资产	57.7%	66.4%	65.4%	57.7%	55.1%	52.9%
<b>资产总计</b>	<b>1,710</b>	<b>1,449</b>	<b>1,445</b>	<b>1,758</b>	<b>1,931</b>	<b>2,105</b>
<b>短期借款</b>	<b>412</b>	<b>240</b>	<b>182</b>	<b>0</b>	<b>37</b>	<b>58</b>
<b>应付款项</b>	<b>119</b>	<b>140</b>	<b>151</b>	<b>191</b>	<b>228</b>	<b>263</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>34</b>	<b>8</b>	<b>24</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>51</b>
<b>流动负债</b>	<b>565</b>	<b>389</b>	<b>357</b>	<b>226</b>	<b>311</b>	<b>372</b>
<b>长期贷款</b>	<b>35</b>	<b>105</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>93</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>
<b>负债</b>	<b>638</b>	<b>535</b>	<b>489</b>	<b>359</b>	<b>444</b>	<b>504</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,072</b>	<b>914</b>	<b>956</b>	<b>1,399</b>	<b>1,487</b>	<b>1,601</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,710</b>	<b>1,449</b>	<b>1,445</b>	<b>1,758</b>	<b>1,931</b>	<b>2,105</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.038	-0.245	0.066	0.335	0.419	0.454
每股净资产	1.662	1.416	1.482	1.893	2.012	2.166
每股经营现金净流	0.064	0.062	0.079	0.395	0.502	0.536
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	2.27%	-17.31%	4.42%	17.71%	20.83%	20.95%
总资产收益率	1.42%	-10.93%	2.93%	14.10%	16.05%	15.93%
投入资本收益率	0.79%	-2.00%	5.63%	18.17%	19.98%	19.23%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-6.84%	1.05%	25.06%	67.81%	19.12%	12.06%
EBIT增长率	N/A	-264.73%	-404.6%	354.59%	20.59%	4.28%
净利润增长率	-105.8%	-751.16%	-126.7%	486.09%	25.01%	8.24%
总资产增长率	-7.25%	-15.30%	-0.23%	21.61%	9.85%	9.02%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	52.6	50.1	31.9	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	164.0	145.2	125.3	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	72.4	63.4	61.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	412.3	401.1	327.3	194.8	164.0	148.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	28.58%	19.76%	18.51%	-10.21%	-8.79%	-9.18%
EBIT利息保障倍数	0.4	-0.9	5.0	36.9	152.0	105.4
资产负债率	37.30%	36.90%	33.83%	20.41%	22.98%	23.96%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-06-11	买入	4.64	8.40~8.40

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
 3.01~4.0 = 减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH