

动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

双鹭药业（002038）

股权激励行权

推荐

（维持评级）

2009 年 8 月 18 日

股权激励首期行权，短期压抑因素释放

分析师： 丁丹 dingdan@guosen.com.cn 0755-82130678

分析师： 贺平鸽 hepg@guosen.com.cn 0755-82133396

事项：

公司今日公告，以 2009 年 8 月 14 日为行权日，将《公司股票期权激励计划》授权的 984,000 份股票期权予以统一行权，并将对应的股票登记在公司“激励对象”列明的激励对象证券账户名下。公司股票期权总数为 540 万份，已授予股票期权 540 万份，本次行权数量占激励对象获授股票期权总数的 18.22 %。

评论：

■ 股权激励首期行权占总股本 0.39%

公司宣布首期股权激励行权日为 8 月 14 日，上市日为 8 月 19 日，早于我们之前可能在 9 月份行权的预期。各激励对象首期行权 20%，且需锁定 6 个月。首期共可行权 98.4 万股，占最新总股本的 0.39%。其中，根据股权激励计划中的承诺，董事长行权的 48 万股期权或实现的收益中，将不少于 24 万股用于员工奖励。

股权激励行权缴税的税基为行权日 8 月 14 日收盘价 33.05 元与行权价 2.94 元之间的价差。

表 1：双鹭药业首期行权的激励对象股票期权分配情况

姓名	职务	股票期权行权价格	持有股票期权数量（股）	行权数量（股）	行权比例
徐明波	总经理	2.94	2,400,000	480,000	20%
王勇波	副总经理	2.94	600,000	120,000	20%
梁淑洁	董事会秘书	2.94	480,000	96,000	20%
席文英	财务总监	2.94	480,000	96,000	20%
陈遥	核心技术人员	2.94	480,000	96,000	20%
吴彦卓	核心技术人员	2.94	480,000	96,000	20%
卢安京	核心技术人员	2.94	480,000	0	0
合计	-	-	5,400,000	984,000	18.22%

数据来源：公司公告。

注：原激励对象卢安京因 2009 年 6 月 25 日由二级市场卖出其名下所持有的双鹭药业股票 222,346 股，根据上市公司董事、监事及高管人员买卖本公司股票的相关规定，其行权须在其卖出行为发生六个月后，故本次不参与行权

■ 短期股价压抑因素释放

之前因行权税收问题，一直压抑股价的上涨——目前我国有关上市公司员工股票期权纳税的依据主要是 2005 年财政部、国家税务总局颁布的 35 号文件，即《关于个人股票期权所得税征收个人所得税问题的通知》，根据该文件，

目前上市公司股权激励的股票期权的征税点是行权当日的股票收盘价，而并非每次兑现时的实际卖出价，且需先交纳行权税金。因此行权价格过高将导致高管交纳巨额税金。此次行权日的确定 使得短期股价压抑因素释放，也有利于公司中长期发展的人员激励。

■ 估值优势显现，维持“推荐”评级

因行权致公司总股本由原来的 24840 万股扩大至 24938.4 万股，我们相应调整 2009~2011EPS 至 1.19、1.55、1.99 元 / 股，同比增长 36%、30%、28%，公司已经经过前两年主营业务连续翻番的高速成长期，目前转入相对平稳的增长期。09~10 动态 PE28X、22X，而目前主要生物医药股 10PE 平均达到 30 倍，主要医药股 10PE 平均也达到 24 倍，公司在短期股价压抑因素释放后估值优势相对凸显，维持“推荐”评级。

表 2: A 股主要医药上市公司盈利预测及估值表

股票代码	公司简称	股价	EPS (元)			PB	PE			ROE	EV/EBI	股息率	总市值	投资评级
		09-8-17	08	09E	10E		08	09E	10E	2008	TDA	2008	亿元	
品牌中药														
000423	东阿阿胶*	17.98	0.44	0.51	0.63	7.94	41	35	29	20.43%	30.38	0.00%	118	谨慎推荐
000538	云南白药	36.50	0.96	1.15	1.50	6.01	38	32	24	14.84%	29.19	0.87%	195	推荐
600085	同仁堂	15.93	0.50	0.55	0.60	2.83	32	29	27	9.07%	13.78	1.62%	83	谨慎推荐
600436	片仔癀	28.98	1.01	0.79	0.86	5.48	29	37	34	19.40%	22.44	2.91%	41	谨慎推荐
600332	广州药业	7.25	0.23	0.17	0.19	1.86	32	43	38	5.84%	16.25	0.68%	59	中性
600993	马应龙	22.61	0.87	0.72	0.81	4.29	26	32	28	10.30%	30.63	0.41%	37	无评级
600329	中新药业	17.45	0.49	0.75	0.84	4.60	36	23	21	14.74%	16.63	0.00%	65	无评级
000989	九芝堂	9.57	0.67	0.49	0.53	2.49	14	20	18	16.28%	9.41	5.08%	28	无评级
平均值						4.44	31	31	27	13.86%	21.09	1.45%	78	
现代中药														
600535	天士力	16.17	0.52	0.67	0.83	4.26	31	24	19	13.38%	17.05	3.23%	79	推荐
600252	中恒集团	13.83	0.18	0.46	0.74	7.32	77	30	19	10.56%	39.81	0.25%	36	推荐
600557	康缘药业	13.72	0.44	0.55	0.64	4.47	31	25	21	14.92%	20.75	0.88%	44	谨慎推荐
000919	金陵药业	7.86	0.16	0.39	0.46	2.26	48	20	17	4.85%	19.54	2.92%	40	谨慎推荐
600518	康美药业	8.17	0.17	0.25	0.27	4.65	47	33	30	10.10%	29.67	0.66%	138	谨慎推荐
600594	益佰制药	11.80	0.42	0.53	0.62	4.65	28	22	19	16.94%	15.35	0.00%	28	无评级
600351	亚宝药业	11.09	0.27	0.45	0.60	4.24	41	25	18	10.70%	21.11	1.61%	35	无评级
600479	千金药业	17.23	0.60	0.67	0.83	4.55	29	26	21	15.26%	21.66	1.65%	38	无评级
600750	江中药业	13.28	0.44	0.54	0.65	4.36	30	24	20	14.18%	16.38	3.49%	39	无评级
002107	沃华医药	23.06	0.33	0.48	0.65	5.58	70	48	36	8.41%	50.80	0.00%	38	无评级
平均值						4.63	43	28	22	11.93%	25.21	1.47%	51	
生物制药														
600161	天坛生物	18.24	0.27	0.40	0.50	12.01	67	46	36	20.09%	31.35	0.62%	89	谨慎推荐
002038	双鹭药业	33.32	0.88	1.19	1.55	9.95	38	28	22	28.65%	32.45	0.55%	83	推荐
002022	科华生物	15.50	0.40	0.52	0.66	9.78	38	30	23	27.02%	28.32	0.86%	64	谨慎推荐
002030	达安基因	12.26	0.16	0.22	0.30	8.93	75	56	41	11.93%	34.68	0.35%	30	中性
002007	华兰生物	29.76	0.52	0.72	0.86	9.83	57	41	35	17.00%	38.98	0.52%	107	中性
002252	上海莱士	25.59	0.65	0.86	1.04	5.31	39	30	25	13.95%	25.96	3.17%	41	无评级
600867	通化东宝	10.42	0.10	0.23	0.38	3.33	107	45	27	3.36%	34.31	0.00%	50	无评级
平均值						8.45	60	39	30	17.43%	32.29	0.87%	0	
化学制剂														
600276	恒瑞医药	34.18	0.68	1.14	1.38	9.84	47	30	25	21.21%	38.42	0.26%	212	推荐

600829	三精制药	15.07	0.70	0.82	0.94	4.63	23	18	16	18.11%	12.29	4.53%	58	谨慎推荐
000566	海南海药	13.05	0.20	0.45	0.55	7.08	65	29	24	12.50%	34.72	0.00%	28	无评级
000522	白云山	7.47	0.16	0.27	0.33	4.18	46	28	23	9.49%	16.05	0.00%	35	无评级
600062	双鹤药业	19.52	0.67	1.10	1.34	3.53	29	18	15	12.36%	17.32	0.56%	112	无评级
000963	华东医药	12.20	0.39	0.56	0.69	6.54	31	22	18	22.42%	15.20	0.00%	53	无评级
002004	华邦制药	20.70	0.67	0.90	0.92	3.55	31	23	23	11.79%	17.91	2.51%	27	无评级
002262	恩华药业	11.57	0.23	0.35	0.48	5.87	51	33	24	12.08%	26.26	0.61%	21	无评级
平均值						5.65	40	25	21	15.00%	22.27	1.06%	68	
化学原料药														
600267	海正药业	14.21	0.43	0.53	0.67	4.21	33	27	21	12.91%	16.36	0.67%	64	推荐
600521	华海药业	12.91	0.50	0.55	0.62	3.51	26	23	21	13.79%	16.18	1.64%	39	谨慎推荐
000597	东北制药	23.86	1.07	1.60	1.73	4.70	22	15	14	22.77%	12.48	0.82%	80	谨慎推荐
600488	天药股份	7.61	0.09	0.13	0.35	2.79	82	59	22	3.42%	29.84	0.53%	41	无评级
600812	华北制药	7.78	0.26	0.47	0.53	5.74	30	16	15	18.40%	10.82	0.00%	80	无评级
600216	浙江医药	27.49	2.16	1.59	1.79	7.78	13	17	15	54.05%	9.00	4.99%	124	无评级
002001	新和成	33.50	4.02	2.98	3.32	5.40	8	11	10	75.05%	6.14	4.88%	115	无评级
平均值						4.88	31	24	17	28.63%	14.40	1.93%	77	
医药商业														
600511	国药股份	16.40	0.40	0.51	0.65	9.21	41	32	25	23.32%	26.80	0.53%	79	推荐
000028	一致药业	19.63	0.54	0.75	0.88	8.81	37	26	22	24.65%	20.34	0.61%	57	谨慎推荐
600849	上海医药	12.18	0.14	0.24	0.28	4.07	85	51	44	4.85%	18.80	0.63%	69	中性
000963	华东医药	12.20	0.39	0.56	0.69	6.54	31	22	18	22.42%	15.20	0.00%	53	无评级
600713	南京医药	7.21	0.10	0.21	0.27	4.23	72	34	27	6.27%	15.74	0.17%	22	无评级
平均值						6.57	53	33	27	16.30%	19.38	0.39%	56	
医疗器械														
600587	新华医疗	13.70	0.22	0.29	0.36	2.94	62	47	38	4.86%	31.14	0.59%	18	中性
600055	万东医疗	7.67	0.13	0.20	0.24	3.41	59	39	32	5.73%	27.84	1.09%	17	无评级
002223	鱼跃医疗	21.63	0.40	0.60	0.81	7.94	54	36	27	15.23%	0.00	1.26%	33	无评级
平均值						4.76	58	41	32	8.61%	29.49	0.98%	23	
药品包材														
600529	山东药玻	12.19	0.55	0.66	0.77	2.13	21	18	15	9.79%	0.00	0.63%	31	谨慎推荐
综合类														
600664	哈药股份	14.76	0.69	0.74	0.85	3.05	21	20	17	14.90%	12.39	5.28%	183	谨慎推荐
600607	上实医药	19.33	0.53	1.40	0.34	3.17	36	14	57	9.80%	12.77	1.42%	71	无评级
000999	三九医药	15.90	0.51	0.66	0.78	4.70	31	24	20	15.63%	19.99	1.38%	156	无评级
000513	丽珠集团	25.55	0.17	1.15	1.30	4.28	150	22	20	2.93%	21.70	0.58%	78	无评级
600380	健康元	6.43	-0.02	0.48	0.52	2.58	NA	13	12	-0.97%	22.25	2.64%	71	无评级
600196	复星医药	14.77	0.56	0.67	0.79	4.37	26	22	19	17.23%	17.61	0.94%	183	无评级
平均值						3.82	61	19	26	8.92%	18.86	1.39%	112	
全部平均值						5.35	44	29	24	15.45%	21.78	1.24%	67.85	

数据来源：Wind、国信证券研究所。

注：08EPS 按现有股本摊薄；绿色阴影部分为国信暂未覆盖公司，盈利预测取 wind 预测中值；计算平均值时剔除负值和偏离极大值。阿胶按权证行权后股本摊薄。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。