

股权激励顺利进入首次行权实施阶段

报告关键点：

- 股权激励进入首次行权实施阶段
- 维持“增持-A”的投资评级，及6个月目标价36.4元

报告摘要：

- 双鹭药业今天刊登了《股权激励计划行权情况暨股本变动公告》，我们对本次股权激励行权事宜持积极乐观态度。本次行权安排要点如下：
- 公司股票期权总数为540万份，已授予股票期权540万份，授权日为2006年6月13日，满足行权条件的激励对象自授权日起三年后即2009年6月13日起可行权。
- 行权主要条件为：公司2006、2007、2008三个会计年度净利润之和为2005年度净利润的4.7656倍，即三个会计年度净利润年复合增长率达到25%。激励对象行权的前一年度，公司扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于10%。行权条件均已满足。
- 公司本次行权股票期权984,000股，行权数量占激励对象获授股票期权总数的18.22%，行权价格为2.94元/股，行权日为2009年8月14日，行权股票上市时间为2009年8月19日，全体激励对象本期行权股票自上市之日起锁定六个月。
- 公司期权激励计划中总经理徐明波先生曾承诺，为使公司获得更好地发展，其获授的股票期权或实现的收益，不少于51%的部分将用于公司的奖励计划，故徐明波总经理本次行的480,000份股票期权或实现的收益，不少于240,000份的部分将用于公司的奖励计划。
- 本次行权的高管有6人，行权数量均为其个人已授予股票期权数量的20%，其余部分在2009年9月13日后可行权。原激励对象卢安京先生因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。
- 6名股权激励对象行权后，公司股本增加98.4万元，股本变更为24,938.4万元。
- 维持“增持-A”的投资评级，及6个月目标价36.4元。我们维持对公司09-2010年的盈利预测，即EPS分别为1.12元、1.46元，不含股票投资的EPS分别为1.09元、1.46元，维持“增持-A”的投资评级，及6个月内目标价36.4元。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **36.40 元**

期限： 6个月 上次预测： 36.40 元

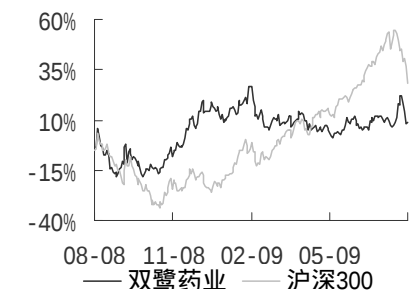
现价： 33.32 元

报告日期： **2009-08-17**

市场数据

总市值(百万元)	8,276.69
流通市值(百万元)	4,635.88
总股本(百万股)	248.40
流通股本(百万股)	139.13
12个月最高/最低	24.50/40.10 元
十大流通股东(%)	37.10%
股东户数	14,314

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.86	(10.84)	(19.70)
绝对收益	(2.92)	1.47	8.60

研究员

洪露 高级行业分析师
 021-68766073 honglu@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	237.5	358.0	438.9	592.5	782.1
Growth(%)	62.5%	50.7%	22.6%	35.0%	32.0%
净利润	134.8	218.4	279.7	361.0	468.7
Growth(%)	181.7%	61.6%	28.2%	29.1%	29.8%
毛利率(%)	65.6%	86.3%	86.1%	86.0%	86.1%
净利润率(%)	56.8%	60.9%	63.6%	60.8%	59.9%
每股收益(元)	0.54	0.88	1.12	1.45	1.88
每股净资产(元)	2.22	3.07	3.34	3.77	3.90
市盈率	61.4	38.0	29.6	23.0	17.7
市净率	15.0	10.9	10.0	8.8	8.5
净资产收益率(%)	24.4%	28.6%	33.7%	38.5%	48.3%
ROIC(%)	57.0%	77.0%	77.5%	107.2%	105.1%
EV/EBITDA	26.7	33.7	24.2	18.6	14.3
股息收益率	0.2%	0.2%	0.7%	0.9%	1.1%

前期研究成果

- 双鹭药业：中报平稳增长，加速外延式扩张
2009-07-28
- 双鹭药业：收入稳健增长，基本符合预期
2009-04-20
- 双鹭药业：布局医药商业，营销突破有望实现
2009-04-01

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-17**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	237.5	358.0	438.9	592.5	782.1	成长性					
减: 营业成本	81.6	49.0	61.0	83.0	108.7	营业收入增长率	62.5%	50.7%	22.6%	35.0%	32.0%
营业税费	2.5	4.5	4.8	6.5	8.6	营业利润增长率	155.4%	64.2%	38.3%	29.6%	30.7%
销售费用	10.8	11.3	14.9	20.1	26.6	净利润增长率	181.7%	61.6%	28.2%	29.1%	29.8%
管理费用	48.7	59.9	56.2	75.8	105.6	EBITDA 增长率	158.3%	61.5%	38.1%	29.6%	30.6%
财务费用	-2.2	-4.8	-2.5	-3.0	-3.6	EBIT 增长率	168.7%	63.3%	40.2%	29.7%	30.8%
资产减值损失	-0.5	0.2	-0.3	-0.4	-0.4	NOPLAT 增长率	196.3%	61.0%	29.7%	29.1%	29.9%
加: 公允价值变动收益	13.9	-18.7	-	-	-	投资资本增长率	19.2%	28.9%	-6.7%	32.4%	5.3%
投资和汇兑收益	29.0	9.7	12.0	-	-	净资产增长率	29.2%	38.2%	8.8%	13.0%	3.5%
营业利润	139.5	229.0	316.7	410.5	536.6	利润率					
加: 营业外净收支	9.6	7.0	4.0	3.5	5.2	毛利率	65.6%	86.3%	86.1%	86.0%	86.1%
利润总额	149.1	236.0	320.7	414.0	541.8	营业利润率	58.7%	64.0%	72.2%	69.3%	68.6%
减: 所得税	14.3	17.6	41.1	53.0	73.1	净利润率	56.8%	60.9%	63.6%	60.8%	59.9%
净利润	134.8	218.4	279.7	361.0	468.7	EBITDA/营业收入	60.8%	65.2%	73.4%	70.5%	69.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	57.8%	62.6%	71.6%	68.8%	68.2%
货币资金	261.9	420.8	524.0	536.7	560.2	运营效率					
交易性金融资产	31.0	12.2	-	-	-	固定资产周转天数	119	104	59	26	23
应收帐款	41.6	68.5	87.5	98.5	154.1	流动营业资本周转天数	195	174	182	173	153
应收票据	0.1	2.0	2.0	4.0	5.0	流动资产周转天数	601	544	582	511	422
预付帐款	105.3	108.0	153.1	180.8	180.6	应收帐款周转天数	59	55	70	66	68
存货	6.1	8.6	18.2	24.7	34.6	存货周转天数	11	7	11	13	14
其他流动资产	0.0	16.4	-2.0	55.0	-2.0	总资产周转天数	795	691	685	576	479
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	387	320	284	236	209
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	6.9	17.1	20.0	25.0	30.0	ROE	24.4%	28.6%	33.7%	38.5%	48.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	23.0%	27.7%	31.7%	35.6%	43.9%
固定资产	107.2	98.9	45.0	42.0	58.0	ROIC	57.0%	77.0%	77.5%	107.2%	105.1%
在建工程	3.3	4.3	2.6	2.1	1.9	费用率					
无形资产	18.6	19.7	20.3	22.6	24.0	销售费用率	4.5%	3.1%	3.4%	3.4%	3.4%
其他非流动资产	1.1	1.6	1.2	1.3	2.0	管理费用率	20.5%	16.7%	12.8%	12.8%	13.5%
资产总额	586.6	788.5	881.9	1,012.7	1,068.4	财务费用率	-0.9%	-1.3%	-0.6%	-0.5%	-0.5%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	24.1%	18.5%	15.6%	15.7%	16.4%
应付帐款	15.0	11.7	23.1	28.6	33.5	偿债能力					
应付票据	0.7	1.0	1.6	2.0	2.0	资产负债率	5.9%	3.3%	5.9%	7.4%	9.2%
其他流动负债	16.5	13.3	25.5	42.8	61.0	负债权益比	6.3%	3.4%	6.3%	8.0%	10.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	13.85	24.57	15.59	12.26	9.66
其他非流动负债	2.5	-	2.0	2.0	2.0	速动比率	13.66	24.23	15.22	11.92	9.30
负债总额	34.7	25.9	52.2	75.4	98.5	利息保障倍数	-63.82	-46.73	-125.69	-135.82	-148.07
少数股东权益	0.7	2.2	3.5	5.0	2.0	分红指标					
股本	124.2	248.4	248.4	248.4	248.4	DPS(元)	0.05	0.05	0.22	0.29	0.38
留存收益	427.1	512.0	577.8	683.9	719.4	分红比率	9.8%	5.7%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	551.9	762.6	829.7	937.3	969.8	股息收益率	0.2%	0.2%	0.7%	0.9%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	134.8	218.4	279.7	361.0	468.7	EPS(元)	0.54	0.88	1.12	1.45	1.88
加: 折旧和摊销	9.9	11.9	8.1	10.1	12.2	BVPS(元)	2.22	3.07	3.34	3.77	3.90
资产减值准备	-0.5	0.2	-0.3	-0.4	-0.4	PE(X)	61.4	38.0	29.6	23.0	17.7
公允价值变动损失	-13.9	18.7	-	-	-	PB(X)	15.0	10.9	10.0	8.8	8.5
财务费用	-2.9	-1.5	-	-2.5	-3.0	P/FCF	-	60.1	27.3	32.8	18.6
投资收益	-29.0	-9.7	-12.0	-	-	P/S	34.8	23.1	18.9	14.0	10.6
少数股东损益	0.0	0.6	0.4	0.4	0.6	EV/EBITDA	26.7	33.7	24.2	18.6	14.3
营运资金的变动	-23.1	-66.9	-44.3	-83.1	3.2	CAGR(%)	38.9%	29.0%	26.8%	-	-
经营活动产生现金流量	88.4	194.3	229.1	285.0	480.6	PEG	1.6	1.3	1.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	81.1	-18.9	-10.7	-37.1	-37.1	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-13.2	-11.4	-36.6	-59.7	-82.2	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，高级医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。
曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034