

动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

恒瑞医药 (600276)

股权激励草案快评

推荐

(维持评级)

2010年4月14日

股权激励有望构成发展助推器

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

联系人: 陈栋 chendong1@guosen.com.cn 021-60933147

事项:

恒瑞医药公布了限制性股票激励计划草案。

评论:

■ 股权激励计划标的 603 万股, 授予价为现价的 50%

《限制性股票激励计划》(草案)中, 标的股票为 603 万股, 占总股本不到 1% (0.81%), 其中首次授予 543 万股占 90%, 预留 60 万股占 10%, 股票来源为恒瑞医药向激励对象定向发行, 价格为每股 20.28 元 (即首次公告前 20 个交易日恒瑞医药股票均价 40.56 元的 50%), 在满足授予条件后, 激励对象可以该授予价格购买依据《激励计划》向激励对象增发的恒瑞医药限制性股票。

该计划将在证监会通过、股东大会通过后的 30 日内向激励对象一次授予限制性股票, 有效期为自授予日起的 48 个月, 解锁期分别为首个授予日之后的 12 个月、24 个月、36 个月, 解锁额度分别为获授股票总额的 40%、30% 和 30%。

■ 考虑期间所需承担的市场系统性风险、和行权时需要交纳的高额税因素, 被激励对象所付成本与现价靠近

虽然授予价较现价折价 50%, 但条件并不低。与股票期权性质不同 (被激励对象届时可以根据市场情况选择是否行权), 该限制性股票激励方案是一次性授予, 即股东大会 30 日内, 一经授予这些股票已到达激励对象名下, 同时需要付出 20.28 元/股, 在一年后的解锁日期间, 需要承担市场系统性风险和该笔资金的机会成本 (市场较差情况下), 行权时还需要交纳 45% 的税 (股价向好的情况下), 税基/股 = (解锁日股价 + 授权日股价) / 2 计算出的均值, 减去授权价 20.28 元。考虑高额税因素, 被激励对象所付成本将超过 30 元/股, 与现价靠近。

因此对于被激励对象而言, 该激励计划的条件还是比较高的, 要求业绩向好、股价向好。显示出公司对未来发展的信心。

■ 激励对象为公司高管与核心研发和销售骨干, 涉面较大

此次激励计划拟授予除董事长孙飘扬之外的 12 名高管 266 万股, 占激励计划的 44.1%。拟授予 46 名核心技术、骨干业务人员、关键岗位人员共 277 万股, 其中核心研发骨干 17 人共 89 万股, 核心销售骨干 18 人共 105 万股。此外公司还预留了 60 万股给其他人员。

此次股权激励共涉及 58 人, 占公司总人数 1.5% (不含预留)。各个高管的获授量都在 14 万股以上, 其中周云曙总经理获授 60 万股, 其他核心研发、销售骨干的平均获授量也超过了 6 万股 (参见附表 1)。显示本次股权激励的范

围和力度较大，将能有力促进管理团队、核心技术人员与销售团队的积极性和稳定性。

■ 股票解锁的业绩目标基本符合预期，考核办法明确、量化

解锁条件：授权所在 T 年度、T+1 年度、T+2 年度的扣非后的净利润不低于 7.0 亿、8.5 亿和 10.3 亿元。公司 09 年扣非后的净利润 5.82 亿元，则业绩目标的增长率分别为 20.36%、21.43%和 21.18%，该目标基本符合我们对于公司业绩增长的预期；但若考虑其中每年所包含的股权激励成本，则 2010 年业绩略高于我们此前预期：原预测净利润 7.7 亿元，即主业同比增长 32%（EPS1.04），而按照该目标及所包含激励的成本约 8000 万实际经营业绩可达 7.9 亿元（增幅 36%）；11 年业绩则低于预期：原预测净利润 9.88 亿元（EPS1.33），而按照该目标及所包含激励的成本约 3000 万实际经营业绩为 8.8 亿元。当然该目标是底线。

与其他公司对被激励对象较为笼统的考核方式不同，公司针对每个激励对象设定了明确和量化的考核指标，并界定了指标的定义及衡量方法，根据激励对象前一年度绩效考核结果，分别赋予 1.0-0.6 不等的绩效考核系数，激励对象各批解锁数量等于获授限制性股票额度基数与对应年度个人绩效考核系数的乘积。考核分数低于 60 分者的股票将无法解锁。如此明确和量化的考核指标体系将有助于客观评价激励对象的实际工作成果，充分发挥本次计划对个人的激励约束作用。而这些明确的考核指标也反映出 2010 年公司在研发、生产、销售、财务等各业务层面的具体规划（参见附表 2）。

■ 激励计划有望成为转型发展助推器，维持“推荐”评级

本次激励计划授权后 1-3 年的激励成本分别为 8000 万、3000 万和 1200 万元，相对 7.0、8.5、10.3 亿元的业绩目标，对业绩的摊薄较不明显。股权激励成本也并不影响经营现金流。

恒瑞已从一家小型民营企业成长为国内最有竞争力的化学制药之一，有望持续成长壮大，在这个过程中显然单靠孙飘扬董事长的个人魅力已无法实现精细化管理，股权激励的实施将有助于凝聚核心管理队伍力量，进一步提高公司的核心竞争力，激发公司的增长潜能，并显示公司对未来成长的信心。

恒瑞医药正从一家本土仿制药企业转型成长为创新型企业，并积极拓展国际市场，本次激励有望成为公司下一轮大发展的助推器。

不考虑股权激励的行权摊薄，预计 10-12 年 EPS 底线分别为 1.05、1.17、1.39 元，对应的 PE 分别为 40X、35X、29x。考虑股权扩大和行权成本摊薄，则 10-12EPS 底线为 0.94、1.13、1.39 元。

预计公司 2010 年一季度扣非后的净利润同比增长约 25%（去年同期有非经常性损益 3938 万元），每股收益约 0.30 元。

维持“推荐”评级。创新产品（卡曲沙星、艾瑞昔布）上市和制剂产品（伊立替康、加巴喷丁）通过 FDA 认证将构成催化剂。

附表 1: 本次限制性股权激励具体分配情况

职务	姓名	获授限制性股票数量 (万股)	占本计划总量的比例	占公司总股本比例
一、董事、高管 (12 人)				
1 董事、总经理	周云曙	60	9.95%	0.0805%
2 副董事长	蒋新华	17	2.82%	0.0228%
3 董事、副总经理	张永强	17	2.82%	0.0228%
4 董事、副总经理	王同才	17	2.82%	0.0228%
5 副总经理	李克俭	50	8.29%	0.0671%
6 副总经理	蒋素梅	17	2.82%	0.0228%
7 副总经理	沈灵佳	15	2.49%	0.0201%
8 副总经理	孙辉	15	2.49%	0.0201%
9 副总经理	袁开红	15	2.49%	0.0201%
10 副总经理	刘疆	15	2.49%	0.0201%
11 财务总监	孙杰平	14	2.32%	0.0188%
12 董事会秘书	戴洪斌	14	2.32%	0.0188%
小计		266	44.11%	0.3571%
二、核心技术、骨干业务人员、 关键岗位人员 (共 46 人)		277	45.94%	0.3719%
三、预留		60	9.95%	0.0805%
合计		603	100%	0.8095%

资料来源: 公司公告

附表 2：2010 年恒瑞医药对高管的主要考核指标

考核类别	考核事项
业绩-财务	销售收入、净利润、经营性净现金流量完成全年预算的 90%以上 应收账款周转率不低于 3 次 上市不低于 1 个创新药 全年向美国 FDA 申报 ANDA 不少于 4 个，有制剂品种通过美国 FDA 认证 全年申报临床不少于 12 项、生产不少于 3 项
研发-注册	全年获临床批文不低于 4 个，生产批件不低于 5 个，其中创新药生产批件不低于 1 个 争创国家工程技术研究中心和“全国抗肿瘤药物产业技术创新战略联盟”， 至少完成 1 个国家火炬项目，1 个星火计划项目，1 个国家重点新产品的项目申报 建立新的中试研究部门
生产	按时完成造影剂、抗肿瘤等新车间的建设，10 月份造影剂车间交付使用 确保通过 GMP 认证和产前检，产品质量合格率为 100% 100%完成年度销售指标
销售	销售费用不超过预算 退货率不超过千之四 销售骨干流失率不超过 10%
市场	完善市场部建设，新建连云港市场部 全国性的产品推广活动不低于 20 次；每条产品线的推广活动全年不低于 5 次 加强企业品牌及产品品牌的宣传，做好重点产品和创新药上市的策划和推广工作 增加各区域办事处推广经理配额及管理，每个独立主管区推广经理（兼职）不低于 1 人， 每省区有独立推广经理
机构-队伍	原料分公司正式独立运行 关键人才的流失率不超过 10%

资料来源：公司公告

附件：FDA 现场检查相关信息：

现场检查是仿制药（ANDA）认证的最后一个环节。FDA 对国外制药企业 CGMP 现场检查的目的主要为：

1. 查明企业是否存在违反 CGMP 现象；
2. 查明所有申报文件和现场文件记录中的数据是否相符、准确、完整和可靠；
3. 查明企业是否遵循申请文件中的承诺。

FDA 现场检查的流程：一般每次两位检查官（一位 FDA 检查官和一位 FDA 药物评价中心的专家）到企业进行 4 至 5 天的检查。

通常的程序为：预备会议（见面会，约半天）；现场检查（约一天半到两天）；文件检查（约一天到一天半）；总结会议（约一天）。

检查的重点包括：

- (1) 原材料(仓库管理)；
- (2) 生产工艺的执行—生产操作和工艺验证；
- (3) 厂房、设备和设施；

- (4) 设备的清洗;
- (5) 批成品的混合;
- (6) 包装及贴签;
- (7) 生产用水;
- (8) 质量控制实验室;
- (9) 仪器配备和检验方法;
- (10) 工艺过程的分析与控制;
- (11) 试剂和试液的配制;
- (12) 稳定性试验和留样制度。

现场检查结束后，详细报告将送交 FDA 的药物评价中心，由评价中心最后审查。

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±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±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。

免责条款:

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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
周炳林	0755-82133339		赵 谦	021-60933153		郑 武	0755- 82130422	
林松立	010-82254212		崔 嵘	021-60933159		陈建生	0755- 82130422	
			廖 喆	021-60933162		岳 鑫	0755- 82130422	
			黄学军	021-60933142		高 健	0755-82130678	
银行			房地产			机械		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		余爱斌	0755-82133400	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		李筱筠	010-82254205	
谈 煜	010- 82254212		黄道立	0755-82130833		黄海培	021-60933150	
						陈 玲	0755-82133400	
						杨 森	0755-82133343	
汽车及零配件			钢铁			商业贸易		
李 君	021-60933156		郑 东	010-82254160		孙菲菲	0755-82133400	
左 涛	021-60933164		秦 波	010-82252922		吴美玉	010-82252911	
基础化工			医药			石油与石化		
张栋梁	0755-82130532		贺平鸽	0755-82133396		李 晨	021-60875160	
			丁 丹	0755-82130678		严蓓娜	021-60933165	
			陈 栋	021-60933147				
电力设备与新能源			传媒			有色金属		
皮家银	021-60933160		陈财茂	021-60933163		彭 波	0755-82133909	
电力与公用事业			非银行金融			通信		
徐颖真	021-60875162		邵子钦	0755- 82130468		严 平	021-60875165	
谢达成	021-60933161		田 良	0755-82130513		程 峰	021-60933167	
			童成敦	0755-82130513				
造纸			家电			计算机		
李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407		凌 晨	021-60933157	
电子元器件			纺织服装			农业		
			方军平	021-60933158		张 如	021-60933151	
旅游			食品饮料			建材		
廖绪发	021-60875168		黄 茂	0755-82133476		杨 昕	021-60933168	
刘智景	021-60933148		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			中小股票		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		陈 健	0755-82133476	
苏绍许	021-60933144		李遵庆	0755-82133343		陈爱华	0755-82133397	
						祝 彬	0755-82132518	
						王一峰	010-82250828	
						邵 达	0755- 82132098	
固定收益			投资基金			量化投资		
李怀定	021-60933152		杨 涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332	
张 旭	010-82254210		黄志文	0755-82133928		董艺婷	021-60933155	
高 宇	0755-82133528		刘舒宇	0755-82131822		戴 军	021-60933166	
蔺晓熠	021-60933146		彭怡萍			林晓明	021-60933154	
侯慧娣	021-60875161					秦国文	0755-82133528	
						程景佳	021- 60933166	
						赵斯尘	021- 60875174	
指数与产品设计								
焦 健	0755-82131822							
赵学昂	0755-82131822							
王军清	0755-82133297							
阳 瑾	0755-82131822							
周 琦	0755-82131822							
彭甘霖								

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骞	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021-60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		