

湘财证券研究所

行业研究部

陈国俊

分析师

执业编号: S0500511010012

联系人:

叶侃

Tel: 021-68634518-8721

E-mail: yk2880@xcsc.com

目标价: 31.00 元

当前股价: 23.41 元

评价调整: 维持

基本信息

上证综指 2899.79

总股本 471,585,686

流通股本 398,321,252

EPS(ttm) 0.4199

PE(ttm) 55.75

**事件:** 公司公告首期股权激励计划草案, 计划对 8 位高管和 65 名公司及子公司的核心技术(业务)人员授予 2300 万股限制性股票, 占已发行总股本的 4.88%。股票授予价格为 20.07 元, 为公告前 20 日交易均价的 90%。

## 投资要点:

- **股权激励规模大, 覆盖范围广, 保证激励效果。**本次股权激励预计授予股票 2300 万股, 占公司已发行总股本的 4.88%, 按照当前股价计算市值为 5.38 亿元, 股权激励的规模在 2011 年以来公布的上市公司股权激励草案中名列前茅。而且本次股权激励覆盖 8 名高管和 65 名公司和子公司的核心技术和业务人员, 激励的范围较广。考虑人福医药是一家控股型企业, 子公司的经营状况直接决定了公司的业绩, 因此将股权激励的范围延伸至子公司核心人员是十分有必要的, 加之股权激励的规模较大, 有利于调动公司内部积极性, 激励效果具有保证。随着股权激励的落实, 公司有望建立一套贯穿上下的激励机制和薪酬体系, 推动公司业绩的持续增长。
- **股票授予价格和股票解锁的业绩考核条件较高, 彰显公司未来发展信心。**本次股权激励授予价格为 20.07 元, 为公告前 20 日交易均价的 90%, 折扣率不高; 股票解锁的业绩考核条件为 2011-2013 年公司归属于母公司净利润分别不低于 2.70、3.25 和 3.90 亿元, 且以扣除非经常性损益的净利润与不扣除非经常性损益的净利润二者孰低者作为计算依据, 那么相对 2009 年 1.11 亿元的基数, 至少分别增长 143%、193% 和 251%, 业绩考核条件设置较高。从这两方面来看, 公司管理层对公司未来发展充满信心。
- **股权激励调动管理层积极性, 未来高成长明确。**公司目前正处于实施“以麻醉药为核心, 计生药、安全套等多元化发展的医药产业格局”战略的关键时期, 除宜昌人福的麻醉药业务保持持续高景气外, 公司急需寻找的业绩的第二支点。本次股权激励将充分调动公司管理层以及核心人员的积极性, 考虑到葛店人福的计生药、人福普克的制剂出口等均具有良好的发展前景, 在公司上下的共同努力, 有望成为又一个“宜昌人福”, 成为公司高成长的新引擎。
- **盈利预测及投资评级:**  
假设股票授予日股价与当前股价一致, 那么股权激励成本约为 7682 万元, 将在三年内按比例摊销计入管理费用; 按照华夏学院的转让收益计入 2011 年业绩计算, 我们修正了人福医药的盈利预测, 按照股权激励之后的股本摊薄, 预计人福医药 2010-2012 年 EPS 分别为 0.46 元、0.69 元和 0.88 元。随着非医药业务的退出, 公司以麻醉药为核心的医药业务的高增长性得以凸显, 而股权激励从公司内部层面为高成长保驾护航, 公司未来成长性进一步明确, 故我们维持给予人福医药“买入”的投资评级, 6-12 个月目标价为 31 元。
- **风险提示:** 股权激励草案未获准; 麻醉药的营销风险。

表 1 2011 年以来公布的上市公司股权激励草案比例

| 公司     | 股权激励的规模（亿元） | 股权激励占总股本的比例 |
|--------|-------------|-------------|
| 人福医药   | 5.38        | 4.88%       |
| TCL 集团 | 3.44        | 2.03%       |
| 湘鄂情    | 3.01        | 4.65%       |
| 青岛海尔   | 2.94        | 0.81%       |
| 阳光城    | 2.78        | 5.90%       |
| 华孚色纺   | 2.78        | 3.60%       |
| 传化股份   | 2.13        | 4.74%       |
| 四方股份   | 1.78        | 1.65%       |
| 天地科技   | 1.32        | 0.56%       |
| 九阳股份   | 0.70        | 0.56%       |
| 华业地产   | 0.59        | 1.24%       |

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 人福医药股权激励授予对象列表

| 序号 | 姓名                | 职位         | 拟分配的数量（万股） | 占本次授予总额的比例 | 占股本总额的比例 |
|----|-------------------|------------|------------|------------|----------|
| 1  | 王学海               | 董事长        | 120        | 5.22%      | 0.25%    |
| 2  | 李杰                | 董事、总经理     | 120        | 5.22%      | 0.25%    |
| 3  | 邓霞飞               | 董事、副总经理    | 70         | 3.04%      | 0.15%    |
| 4  | 吴亚君               | 副总经理、财务总监  | 80         | 3.48%      | 0.17%    |
| 5  | 徐华斌               | 副总经理       | 70         | 3.04%      | 0.15%    |
| 6  | 李名学               | 副总经理       | 70         | 3.04%      | 0.15%    |
| 7  | 杜文涛               | 副总经理       | 70         | 3.04%      | 0.15%    |
| 8  | 刘毅                | 副总经理、董事会秘书 | 70         | 3.04%      | 0.15%    |
| 9  | 核心技术与业务人员（共 65 名） |            | 1630       | 70.87%     | 3.46%    |
|    | 合计                |            | 2300       | 100.00%    | 4.88%    |

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 人福医药股权激励股票解锁安排及业绩考核条件

| 解锁安排      | 公司业绩考核条件                           | 解锁比例 |
|-----------|------------------------------------|------|
| 授予日 1 年之后 | 2011 年营业收入不低于 30 亿元，净利润不低于 2.70 亿元 | 40%  |
| 授予日 2 年之后 | 2012 年营业收入不低于 40 亿元，净利润不低于 3.25 亿元 | 30%  |
| 授予日 3 年之后 | 2013 年营业收入不低于 50 亿元，净利润不低于 3.90 亿元 | 30%  |

注：净利润是指归属于母公司的净利润，且以扣除非经常性损益的净利润与不扣除非经常性损益的净利润二者孰低者作为计算依据

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

资产负债表

单位：百万元 利润表

单位：百万元

| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 2050        | 3377         | 3535         | 4176         | <b>营业收入</b>     | 1330        | 1729         | 2372         | 3224         |
| 现金             | 594         | 1636         | 1394         | 1311         | 营业成本            | 624         | 782          | 1070         | 1470         |
| 应收账款           | 262         | 384          | 460          | 633          | 营业税金及附加         | 15          | 22           | 30           | 40           |
| 其他应收款          | 253         | 341          | 401          | 545          | 营业费用            | 345         | 403          | 536          | 715          |
| 预付账款           | 365         | 257          | 309          | 371          | 管理费用            | 155         | 182          | 255          | 322          |
| 存货             | 537         | 736          | 939          | 1274         | 财务费用            | 39          | 28           | 35           | 41           |
| 其他流动资产         | 40          | 22           | 31           | 42           | 资产减值损失          | 11          | 7            | 8            | 10           |
| <b>非流动资产</b>   | 1258        | 1036         | 1085         | 1128         | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 609         | 310          | 310          | 310          | 投资净收益           | 126         | 29           | 69           | 29           |
| 固定资产           | 383         | 455          | 509          | 556          | <b>营业利润</b>     | 267         | 334          | 506          | 655          |
| 无形资产           | 65          | 62           | 59           | 55           | 营业外收入           | 19          | 15           | 15           | 15           |
| 其他非流动资产        | 200         | 210          | 208          | 207          | 营业外支出           | 6           | 6            | 6            | 6            |
| <b>资产总计</b>    | 3308        | 4413         | 4620         | 5304         | <b>利润总额</b>     | 280         | 343          | 515          | 664          |
| <b>流动负债</b>    | 1185        | 1579         | 1418         | 1640         | 所得税             | 30          | 51           | 77           | 100          |
| 短期借款           | 554         | 956          | 806          | 967          | <b>净利润</b>      | 251         | 292          | 438          | 564          |
| 应付账款           | 125         | 157          | 215          | 295          | 少数股东损益          | 49          | 62           | 96           | 127          |
| 其他流动负债         | 506         | 466          | 397          | 378          | <b>归属母公司净利润</b> | 201         | 229          | 342          | 437          |
| <b>非流动负债</b>   | 42          | 19           | 18           | 18           | EBITDA          | 346         | 396          | 581          | 743          |
| 长期借款           | 14          | -10          | -10          | -10          | EPS (元)         | 0.43        | 0.46         | 0.69         | 0.88         |
| 其他非流动负债        | 28          | 29           | 28           | 28           | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1227        | 1598         | 1436         | 1659         | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益         | 325         | 387          | 483          | 610          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 472         | 495          | 495          | 495          | 营业收入            | 29.9%       | 30.0%        | 37.1%        | 35.9%        |
| 资本公积           | 738         | 1176         | 1176         | 1176         | 营业利润            | 127.0%      | 25.0%        | 51.5%        | 29.4%        |
| 留存收益           | 547         | 757          | 1030         | 1364         | 归属于母公司净利润       | 157.6%      | 13.9%        | 48.9%        | 27.8%        |
| 归属母公司股东权益      | 1756        | 2428         | 2701         | 3035         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 3308        | 4413         | 4620         | 5304         | 毛利率(%)          | 53.1%       | 54.8%        | 54.9%        | 54.4%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率(%)          | 15.1%       | 13.3%        | 14.4%        | 13.5%        |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE(%)          | 11.5%       | 9.5%         | 12.7%        | 14.4%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROIC(%)         | 20.9%       | 18.4%        | 21.5%        | 20.8%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 155         | 38           | 33           | -39          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 251         | 292          | 438          | 564          | 资产负债率(%)        | 37.1%       | 36.2%        | 31.1%        | 31.3%        |
| 折旧摊销           | 40          | 34           | 41           | 47           | 净负债比率(%)        | 47.09%      | 59.22%       | 55.44%       | 57.72%       |
| 财务费用           | 39          | 28           | 35           | 41           | 流动比率            | 1.73        | 2.14         | 2.49         | 2.55         |
| 投资损失           | -126        | -29          | -69          | -29          | 速动比率            | 1.27        | 1.67         | 1.83         | 1.77         |
| 营运资金变动         | -62         | -270         | -416         | -673         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金流        | 13          | -17          | 5            | 11           | 总资产周转率          | 0.45        | 0.45         | 0.53         | 0.65         |
| <b>投资活动现金流</b> | -66         | 220          | -21          | -61          | 应收账款周转率         | 5           | 5            | 6            | 6            |
| 资本支出           | 118         | 110          | 90           | 90           | 应付账款周转率         | 4.68        | 5.54         | 5.76         | 5.77         |
| 长期投资           | -96         | -304         | 0            | 0            | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
| 其他投资现金流        | -45         | 27           | 69           | 29           | 每股收益(最新摊薄)      | 0.41        | 0.46         | 0.69         | 0.88         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 378         | 783          | -253         | 18           | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.31        | 0.08         | 0.07         | -0.08        |
| 短期借款           | -154        | 403          | -150         | 161          | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.55        | 4.91         | 5.46         | 6.14         |
| 长期借款           | -24         | -24          | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 83          | 23           | 0            | 0            | P/E             | 35.08       | 30.80        | 20.68        | 16.18        |
| 资本公积增加         | 482         | 439          | 0            | 0            | P/B             | 4.02        | 2.91         | 2.62         | 2.33         |
| 其他筹资现金流        | -8          | -57          | -103         | -144         | EV/EBITDA       | 18          | 16           | 11           | 8            |
| <b>现金净增加额</b>  | 466         | 1042         | -242         | -83          |                 |             |              |              |              |

**分析师声明：**

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**湘财证券投资评级体系**

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

**重要声明**

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。