

生物制品 II

双鹭药业 (002038.SZ) / 38.10 元

股权激励行权完毕，看好公司长期发展

事项

公司公告，以 2011 年 4 月 28 日为行权日，将公司股票期权激励计划中授权徐明波先生的 1,230,000 份股票期权予以行权。

主要观点

一、此次行权后，公司股权激励计划中810万股期权行权完毕，股价的压抑素得到进一步的释放。本期行权数量1,230,000股，占全部期权数量的15.19%。激励对象为徐明波先生（不少于51%的部分未来取得的收益根据承诺将奖励给公司其他人员），此次行权数量占徐明波期权数量的34.17%。此次行权完毕后，公司股权激励计划中的810万股期权行权完毕，股价的压抑素得到进一步的释放。

图表1 公司六次期权行权数量

行权日	行权数量	占全部期权
2009 年 8 月 14 日	1,476,000	18.22%
2009 年 11 月 26 日	3,024,000	37.33%
2009 年 12 月 30 日	144,000	1.78%
2010 年 6 月 18 日	576,000	7.11%
2010 年 10 月 14 日	1,650,000	20.37%
2011 年 4 月 28 日	1,230,000	15.19%
合计	8,100,000	100%

资料来源：公司公告

二、此次行权后董事长徐明波先生成为第一大股东。本次行权后徐明波先生共持有公司股票85,712,955股，占公司总股本的22.51%，超过新乡化纤成为公司第一大股东。但公司股权激励计划方案中总经理徐明波先生对其名下预留股份曾做如下承诺：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。未来计划该奖金激励计划的实施会影响公司未来第一大股东的变化。

三、主打产品重拾高增长，二线产品优质品种较多，群体发力增长成业绩增长新动力。贝科能新进多个省医保，尤其是北京市医保，医保放量有望重拾高成长。二线产品中三氧化二砷受益于儿童白血病免费治疗相关政策，需求加大；胸腺五肽新进多个省医保，销售有望快速增长，未来多个二线产品逐渐成长成为过亿的大品种，有望缓解依赖贝科能单一增长的风险。

四、投资建议：推荐（维持）。本期行权后，公司总股本由 37947 万股增至 38070 万股，对应 2011-2013 年 EPS 为 元 1.11/1.36/1.72 元，PE 分别为 34X/28X/22X。公司拳头产品进入多省医保，二线产品发展势头良好，未来具备高成长性。且近期国家有望出《生物医药发展“十二五”规划》，作为国内优质的研发型生物制药企业，未来受益国家相关政策有望迎来发展新机遇，继续维持“推荐”评级。

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

联系人：胡朝凤

Tel: 010-59370816

Email: huchaofeng@hczq.com

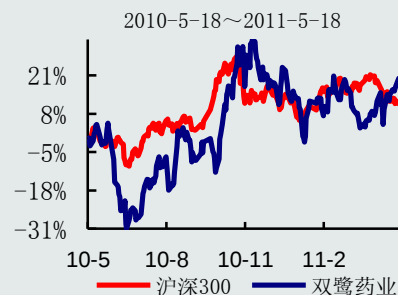
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	37947
流通 A 股/B 股(万股)	31252/0
资产负债率(%)	3.79
每股净资产(元)	4.96
市盈率(倍)	192.37
市净率(倍)	7.68
12 个月内最高/最低价	65.5/31.03

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《增长加速，看好公司长期发展》

2011-04-19

《业绩增长放缓，未来具备高成长性》

2011-02-28

《投资长风医药，布局呼吸系统药物》

2010-12-16

《股权激励第五期行权，股价压制作用部分释放》

2010-10-21

《今年增速趋稳，未来具备高成长性》

2010-10-12

《业绩稳定增长，期待营销改善》

2010-08-27

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	765	1254	1656	2191
现金	446	962	1338	1882
应收账款	139	108	121	122
其它应收款	1	2	3	2
预付账款	59	95	91	82
存货	30	21	25	25
其他	91	66	78	79
非流动资产	483	351	379	385
长期投资	134	74	93	100
固定资产	181	167	154	140
无形资产	37	41	45	48
其他	132	68	86	97
资产总计	1249	1605	2035	2577
流动负债	37	32	34	36
短期借款	0	0	0	0
应付账款	8	10	10	9
其他	29	22	24	26
非流动负债	0	2	2	1
长期借款	0	0	0	0
其他	0	2	2	1
负债合计	37	34	36	37
少数股东权益	21	22	23	26
股本	253	381	381	381
资本公积金	39	9	9	9
留存收益	899	1160	1586	2125
归属母公司股东权益	1191	1550	1975	2515
负债和股东权益	1249	1605	2035	2577

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	238	404	464	621
净利润	276	422	520	656
折旧摊销	14	17	17	17
财务费用	-7	-20	-33	-46
投资损失	-26	-16	-18	-20
营运资金变动	-35	7	-20	10
其它	16	-6	-3	4
投资活动现金流	-164	154	-28	-10
资本支出	43	0	0	0
长期投资	-128	-120	30	20
其他	-250	34	2	10
筹资活动现金流	-46	-42	-61	-68
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	2	128	0	0
资本公积增加	1	-30	0	0
其他	-49	-139	-61	-68
现金净增加额	28	517	376	544

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	458	723	901	1122
营业成本	107	124	154	191
营业税金及附加	6	8	11	12
营业费用	19	29	38	45
管理费用	69	109	144	180
财务费用	-7	-20	-33	-46
资产减值损失	1	2	3	2
公允价值变动收益	-9	0	0	0
投资净收益	26	16	18	20
营业利润	282	488	602	758
营业外收入	38	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	320	488	602	758
所得税	43	66	81	102
净利润	276	422	520	656
少数股东损益	4	1	2	2
归属母公司净利润	273	421	519	654
EBITDA	288	485	586	730
EPS（元）	1.08	1.11	1.36	1.72

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	17.4%	58.0%	24.5%	24.6%
营业利润	7.1%	73.4%	23.2%	26.0%
归属母公司净利润	11.7%	54.3%	23.3%	26.0%
获利能力				
毛利率	76.7%	82.9%	82.9%	82.9%
净利率	59.6%	58.2%	57.6%	58.3%
ROE	22.9%	27.2%	26.3%	26.0%
ROIC	47.7%	86.3%	101.6%	132.2%
偿债能力				
资产负债率	3.0%	2.1%	1.8%	1.4%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	20.56	39.19	48.50	61.63
速动比率	19.77	38.53	47.77	60.92
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.51	0.49	0.49
应收帐款周转率	4	6	8	9
应付帐款周转率	10.78	13.59	15.29	19.76
每股指标(元)				
每股收益	0.72	1.11	1.36	1.72
每股经营现金	0.63	1.06	1.22	1.63
每股净资产	3.13	4.07	5.19	6.61
估值比率				
P/E	35.34	34.46	27.96	22.19
P/B	8.09	9.36	7.34	5.77
EV/EBITDA	48	29	24	19

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801