

双鹭药业：股权激励顺利第五次行权

评级： 增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 55.00 元

期限： 6个月 上次预测： 55.00 元

现价： 48.18 元

报告日期： 2010-10-20
报告关键点：

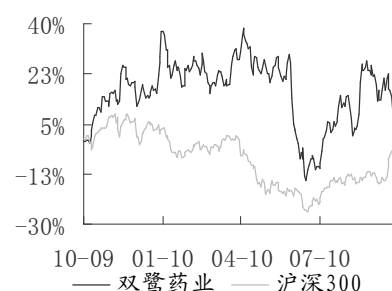
- 📖 股权激励进入第五次行权实施阶段
- 📖 维持“增持-A”的投资评级，及6个月目标价55元

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日起可分批行权。
- 行权主要条件均满足：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%。
- 公司于2009年8月14日实施首批行权至目前为止，共实施了五次行权，本次为第五次行权，以2010年10月14日为行权日（收盘价格为42.1元），行权数量为110万份，行权价格为2.74元。行权后公司股本将变更为25,298万元。本次行权后公司尚有82万份期权尚未行权，全部为徐明波先生所持有。
- 公司本次未全部将剩余的192万份股票期权一次行权，主要原因为公司的第一大股东新乡白鹭化纤与二股东徐明波持股数差异不大，若全部行权则涉及上市公司第一大股东和实质控制人变更问题，而需履行相关审批程序。但我们认为剩余未行权股份数量较小，又均为徐明波先生所持有，后续对公司行权日的股价和税收成本将不十分敏感。我们预期后续随着股权激励行权的趋于全部完成，公司业绩具有明显的释放动力。
- 维持“增持-A”的投资评级，维持6个月目标价55元。我们维持对公司2010、2011年的盈利预测，即EPS分别为1.46元、1.88元，以2010年业绩为计算基础，给予35-40倍的PE，维持6个月目标价55元，及“增持-A”的投资评级。

市场数据

总市值(百万元)	12,135.58
流通市值(百万元)	9,979.25
总股本(百万股)	251.88
流通股本(百万股)	207.12
12个月最高/最低	31.03/55.18 元
十大流通股东(%)	48.89%
股东户数	8,223

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(15.55)	(1.08)	16.19
绝对收益	0.46	19.52	14.08

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	358.0	390.0	540.6	715.2	933.3
Growth(%)	50.7%	8.9%	38.6%	32.3%	30.5%
净利润	218.4	243.7	366.4	472.3	616.2
Growth(%)	61.6%	12.0%	49.9%	28.9%	30.4%
毛利率(%)	86.3%	82.8%	83.2%	83.7%	83.3%
净利润率(%)	60.9%	62.6%	67.7%	66.0%	65.9%
每股收益(元)	0.86	0.97	1.46	1.88	2.45
每股净资产(元)	3.03	3.90	3.85	4.20	4.28
市盈率	55.7	49.7	33.1	25.7	19.7
市净率	15.9	12.3	12.5	11.5	11.3
净资产收益率(%)	28.6%	24.8%	37.8%	44.8%	57.3%
ROIC(%)	77.0%	66.4%	66.8%	109.3%	120.3%
EV/EBITDA	49.6	44.0	29.1	22.2	17.0
股息收益率	0.1%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%

前期研究成果

双鹭药业：医保逐步实施，销售放量可期	2010-08-27
双鹭药业：逐步渡过调整期，蓄势待发	2010-04-22
双鹭药业：股权激励顺利进入第二次行权实施阶段	2009-12-04

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-20

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	358.0	390.0	540.6	715.2	933.3	成长性					
减: 营业成本	49.0	67.0	90.8	116.9	155.9	营业收入增长率	50.7%	8.9%	38.6%	32.3%	30.5%
营业税费	4.5	4.7	5.9	8.7	10.3	营业利润增长率	64.2%	14.8%	48.7%	31.3%	30.8%
销售费用	11.3	14.4	16.8	25.0	30.8	净利润增长率	61.6%	12.0%	49.9%	28.9%	30.4%
管理费用	59.9	63.9	54.1	74.7	95.2	EBITDA 增长率	61.5%	13.8%	49.6%	31.2%	30.6%
财务费用	-4.8	-6.8	-2.5	-3.0	-3.6	EBIT 增长率	63.3%	14.2%	51.6%	31.4%	30.9%
资产减值损失	0.2	6.1	-0.3	-0.4	-0.4	NOPLAT 增长率				29.0%	30.5%
加: 公允价值变动收益	-18.7	11.4	-	-	-	投资资本增长率	28.9%	52.1%	-21.1%	18.6%	-2.1%
投资和汇兑收益	9.7	10.7	15.0	20.0	26.0	净资产增长率	38.2%	28.9%	-1.4%	8.9%	2.0%
营业利润	229.0	262.9	390.7	513.2	671.2	利润率					
加: 营业外净收支	7.0	10.2	15.0	14.0	15.0	毛利率	86.3%	82.8%	83.2%	83.7%	83.3%
利润总额	236.0	273.0	405.7	527.1	686.2	营业利润率	64.0%	67.4%	72.3%	71.8%	71.9%
减: 所得税	17.6	29.3	39.4	54.8	70.0	净利润率	60.9%	62.6%	67.7%	66.0%	65.9%
净利润	218.4	243.7	366.4	472.3	616.2	EBITDA/营业收入	65.2%	68.1%	73.5%	72.9%	72.9%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	62.6%	65.7%	71.8%	71.3%	71.5%
货币资金	420.8	418.1	538.9	558.6	604.6	运营效率					
交易性金融资产	12.2	21.9	-	-	-	固定资产周转天数	104	91	48	22	19
应收帐款	68.5	120.8	133.4	132.5	154.1	流动营业资本周转天数	174	242	199	155	124
应收票据	2.0	0.8	2.0	4.0	5.0	流动资产周转天数	544	644	534	447	364
预付帐款	108.0	118.6	153.1	155.9	160.8	应收帐款周转天数	55	85	91	79	65
存货	8.6	24.4	18.2	24.7	34.6	存货周转天数	7	15	14	11	12
其他流动资产	16.4	54.3	-2.0	55.0	-2.0	总资产周转天数	691	835	682	545	447
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	320	417	324	236	194
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	17.1	72.3	77.0	90.0	90.0	ROE	28.6%	24.8%	37.8%	44.8%	57.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	27.7%	23.9%	35.6%	41.5%	52.1%
固定资产	98.9	98.7	45.0	42.0	58.0	ROIC	77.0%	66.4%	66.8%	109.3%	120.3%
在建工程	4.3	3.1	2.6	2.1	1.9	费用率					
无形资产	19.7	34.2	20.3	22.6	24.0	销售费用率	3.1%	3.7%	3.1%	3.5%	3.3%
其他非流动资产	1.6	33.3	30.2	30.3	31.0	管理费用率	16.7%	16.4%	10.0%	10.5%	10.2%
资产总额	788.5	1,019.8	1,028.7	1,137.7	1,182.0	财务费用率	-1.3%	-1.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	18.5%	18.3%	12.6%	13.5%	13.1%
应付帐款	11.7	15.0	23.1	28.6	33.5	偿债能力					
应付票据	1.0	-	1.6	2.0	2.0	资产负债率	3.3%	3.6%	5.8%	7.3%	9.0%
其他流动负债	13.3	17.3	29.5	46.8	65.0	负债权益比	3.4%	3.7%	6.2%	7.9%	9.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	24.57	23.56	15.56	12.03	9.52
其他非流动负债	-	4.5	5.6	5.6	5.6	速动比率	24.23	22.80	15.22	11.71	9.17
负债总额	25.9	36.8	59.8	82.9	106.1	利息保障倍数	-46.73	-37.79	-155.30	-170.05	-185.44
少数股东权益	2.2	17.5	3.5	5.0	2.0	分红指标					
股本	248.4	251.4	251.4	251.4	251.4	DPS(元)	0.05	0.20	0.29	0.38	0.49
留存收益	512.0	714.1	714.0	798.4	822.5	分红比率	5.7%	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	762.6	983.1	968.9	1,054.8	1,075.9	股息收益率	0.1%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	218.4	243.7	366.4	472.3	616.2	EPS(元)	0.86	0.97	1.46	1.88	2.45
加: 折旧和摊销	11.9	12.5	9.0	11.0	13.1	BVPS(元)	3.03	3.90	3.85	4.20	4.28
资产减值准备	0.2	6.1	-0.3	-0.4	-0.4	PE(X)	55.7	49.7	33.1	25.7	19.7
公允价值变动损失	18.7	-11.4	-	-	-	PB(X)	15.9	12.3	12.5	11.5	11.3
财务费用	-1.5	-	-	-2.5	-3.0	P/FCF	-	211.0	25.2	30.9	19.4
投资收益	-9.7	-10.7	-15.0	-20.0	-26.0	P/S	33.9	31.1	22.4	16.9	13.0
少数股东损益	0.6	-0.4	0.4	0.6	1.0	EV/EBITDA	49.6	44.0	29.1	22.2	17.0
营运资金的变动	-66.9	-125.3	16.6	-44.2	38.1	CAGR(%)	29.3%	36.2%	29.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	194.3	174.4	374.6	416.4	638.4	PEG	1.9	1.4	1.1	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-18.9	-136.2	4.8	-25.1	-6.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-11.4	-40.9	-61.6	-81.9	-111.6	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，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。2009年《新财富》最佳分析师。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有2年证券行业从业经验，2010年3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

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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