2017 年 5 月 9 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1789 TT 神隆	買進 目標價 47	神隆的投資評等為買進，目標價47元，潛在漲幅16%，主要理由如下： 認列Baxter首期授權金，1Q17毛利率創近期新高。學名藥客戶整併、CRO業務集中2H17出貨。雖針劑廠非生產費用略高於預期，新藥API及首項ANDA產品2017年將有重大突破。

研究員 李振南
donaldlee@jsun.com

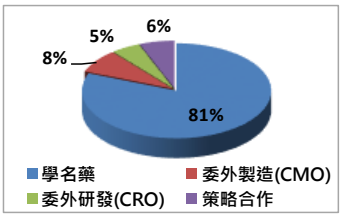
近期投資評等

05/09/2017	買進
02/16/2017	買進
10/13/2016	持有/中立

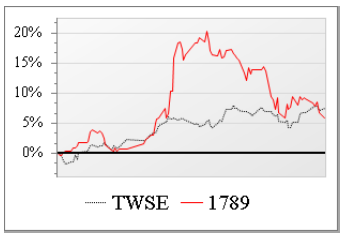
公司基本資料

收盤價(元)(05/08/2017)	40.20
股本(百萬元)	7,603
總市值(億元)	305.6
每股淨值(元)	13.74
外資持股比(%)	5.13
投信持股比(%)	0.14
近 20 日均量(張)	522
融資餘額(05/08/2017)	9,019

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

◆ **認列Baxter首期授權金，1Q17毛利率創近期新高**：神隆1Q17稅後淨利1.7億元(YoY-1%)，稅後EPS 0.22元，低於日盛預估的0.25元，主要差異為1Q17台幣升值及產品組合影響，營收9.19億元(YoY-10%)，若以美元計算則小幅衰退約3.3%。此外，業外匯損約2,300萬元。營業利益2.21億元(YoY+13.3%)，符合預期。由於1Q17認列Baxter支付之首期授權金190萬美金，且高毛利抗癌API出貨佔比達4成以上，帶動毛利率51.2%(YoY+9ppts)，創2014年以來單季新高，若扣除授權金因素，仍有48%，則與生產製程優化及主原料採購價格回穩有關。

◆ **學名藥客戶整併、CRO業務集中2H17出貨**：神隆1Q17營收結構，除匯率、基期因素外，紫杉醇新藥客戶上市後，備貨量調整，且大腸癌API客戶因被同業併購，業務整合並調整供貨地區中，導致1Q17學名藥API營收7.45億元(YoY-20.8%)，預計2H17恢復拉貨動能；代客製造(CMO)部分，因抗生素、非洲嗜睡症原料藥出貨較去年同期增加，營收0.74億元(YoY+620%)；代客研發(CRO)方面，因臨床三期新藥客戶委託製造API出貨集中2H17，營收0.46億元(YoY-25%)。合作案收入主要來自Baxter。

◆ **針劑廠費用略高於預期，惟仍不影響公司長線基本面**：展望2017年，主要成長動能來自：(1)代客研製(CRO)，急性細菌性皮膚感染新藥API客戶已於10/2016提出新藥NDA，神隆去年已完成製程確效，並於4Q16~1Q17小量出貨(公斤級)。客戶端預期2H17可望取證，惟依據客戶下單排程API出貨將延至年底，由於出貨量高於以往減肥及憂鬱症藥物，推估將貢獻神隆4,200萬營收，2018年出貨量將達噸級以上，5年內可望貢獻神隆約600萬美金營收；(2)與SAGENT合作血癌針劑Decitabine，去年底完成美國FDA的CRL回覆，客戶預計1~2個月內將可獲得藥證，上市時程由年底提前至年中，預期2017年來自合作案之收入占比可望持續增加。考量匯率及客戶下單排程，日盛略為下修營收4%，由於台南針劑廠非生產區域之相關設備、建物去年底開始提列折舊，費用略高於預期，日盛下修稅後淨利8%至7.6億元(YoY+14.9%)，稅後EPS由1.09元至1.0元。考量2H17學名藥API恢復成長動能，新藥API及首項ANDA產品2017年將有重大突破，維持買進評等，目標價47元。(2017年PBR 3.4X)

單位:百萬元	2016	2017F	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F
營業收入淨額	4,031	4,113	992	1,002	919	1,040	1,051	1,102
營業毛利	1,806	1,965	466	444	470	480	502	513
營業利益	868	962	233	210	221	234	254	253
稅後純益	659	757	166	147	170	206	201	180
稅後 EPS (元)	0.87	1.00	0.22	0.19	0.22	0.27	0.26	0.24
毛利率(%)	44.80	47.77	47.02	44.26	51.16	46.10	47.80	46.50
營業利益率(%)	21.54	23.38	23.54	20.97	24.07	22.49	24.14	22.92
稅後純益率(%)	16.34	18.39	16.69	14.65	18.50	19.75	19.16	16.29
營業收入 YoY/QoQ (%)	1.91	2.04	-2.31	1.10	-8.28	13.15	1.03	4.87
營業利益 YoY/QoQ (%)	15.82	10.76	1.87	-9.96	5.26	5.74	8.46	-0.45
稅後純益 YoY/QoQ (%)	3.74	14.87	-5.08	-11.31	15.88	20.79	-2.00	-10.82

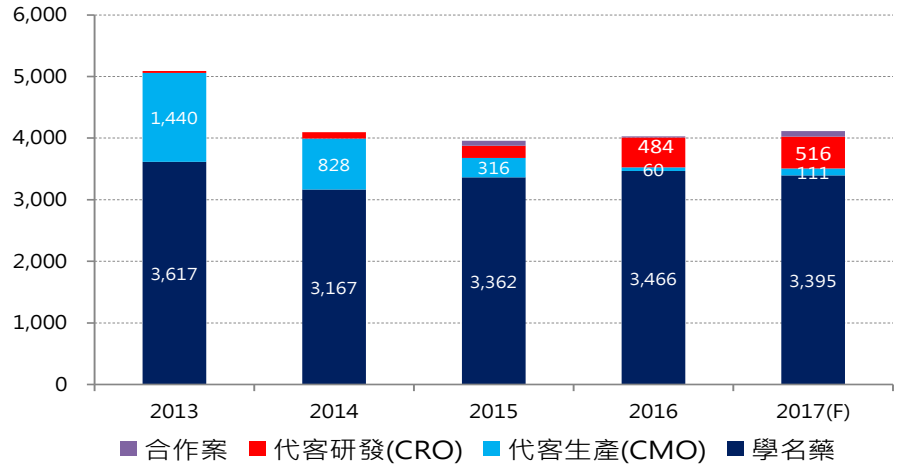
資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **神隆為全球抗癌原料藥翹楚**

神隆為台灣第一大原料藥廠，具抗癌原料藥的全球領先地位，現於美國註冊53項DMF(全球753項)，其中32項為抗癌藥。截至2016年，產品組合分別為學名藥原料藥86%、新藥代工研發(CRO)約12%、新藥代工生產(CMO)約2%及合作案約<1%。若以疾病類別區分，76%為癌症用原料藥，12%為中樞神經系統用藥。神隆產品線包含70餘項供學名藥用之原料藥，25項已上市，其餘待專利到期後陸續上市。此外，公司迄今已接受超過百項新藥委託開發之項目，其中5項處於臨床三期試驗，5款新藥產品已上市，為亞洲少數能供應多項新藥全球商業量產所需原料藥的公司。

由於國際學名藥大廠持續整併，上游原料藥面臨降價壓力。此外，癌症治療趨勢走向專一性高、毒性較低的標靶藥物，相較早期化療藥物開發成本提升種類多樣化，故近年來神隆持續往下游製劑垂直整合，並增加新藥委託代工研發生產業務，已陸續有成果。目前神隆於台灣台南及中國江蘇常熟兩地建立全套研發及cGMP原料藥廠，並於台南廠內興建抗癌針劑廠房，預計2017年底完成首批註冊批量生產。

圖一、神隆新藥 API 代工研發及生產業務持續增加 **單位：百萬元**



資料來源：神隆、日盛投顧彙整

◆ **抗生素新藥 API 客戶取證在即，下單排程遞延至年底**

展望2017年，既有學名藥API將持續面臨降價壓力，多尿症(Desmopressin Acetate，市場規模1.7億美元)、良性前列腺增生症(Tamsulosin，市場規模3.3億美元)兩項新產品將遞延自今年上市。

然而，主要成長動能來自代客研製(CRO)，神隆新藥API客戶美國抗生素大廠MELINTA於10/2016提交用於治療急性醫院用皮膚感染藥物Baxdela™(delafloxacin)之新藥申請(NDA)，Baxdela™已被證實可用於治療因超級細菌(MRSA)(如耐甲氧西林菌金黃色葡萄球菌，Staphylococcus aureus)所引起之急性皮膚細菌性感染症(ABSSSI)，屬於氟喹諾酮類藥物。Baxdela™全球潛在藥物市值約14億美金，神隆去年已完成製程確效，並於4Q16~1Q17小量出貨(公斤級)。

由於抗生素用藥時間短，藥價必須很高才能盈利，國際大型藥廠基於獲利考量，紛紛削減抗生素領域的投資。為了對抗嚴重抗藥性病菌所引發的傳染性疾病威脅，美國政府於2012年通過了抗生素激勵法案《GAIN法案》，同時針對特定難治病原體的藥物，如治療抗藥性金黃色葡萄球菌的抗生素，還能獲得額外5年的獨占排他權。

Baxdela™於臨床三期試驗達標，已獲得美國FDA指定為合格傳染病產品(QIDP)，提供優先審查(承諾在接受NDA申請後6個月內必須啟動審評)，同時在專利到期後，額外享有5年的市場獨占權。故預期客戶端2H17可望取證，惟依據客戶下單排程API出貨將延至年底。由於出貨量高於以往減肥藥Qsymia®及憂鬱症Viibryd®藥物，日盛推估將貢獻神隆4,200萬營收(假設Baxdela™五年內Peak sales達10%市占率，上市首年營收約1/10，API佔製劑比例10%)，2018年出貨量將達噸級以上，五年內可望貢獻神隆約600萬美金營收(折合台幣約1.8億元)。

表一、神隆新藥 API 上市規劃時程

預計申請藥證年份	適應症	上市地區	上市地區規模	說明
10/2016	急性皮膚感染症 ABSSSI	US / EU/ Asia	$1.4 bn	去年10月已提出NDA，預估今年上市。目前已完成製程確效，2018年即有上噸級的需求量，預估逐年成長
2017	卵巢癌/子宮內膜癌	US / EU	$6.0 bn	預估今年於美國及歐洲提出新藥申請並於2018年上市
2018	一型及二型糖尿病	US/ EU	$2.4 bn	由常熟進行中間體代工，預估2018年於美國及歐洲提出新藥申請
2018	攝護腺癌	US / EU	$2.4 bn	預估2019年上市，目前已著手進行製程確效
2018	帕金森氏症	US	$1.0 bn	全新機制用藥，預估2018年底於美國提出新藥申請，2019年上市。商業量產即有上噸級之需求量
2018	晚期原發性肝癌	CN	NA	該1.1類新藥於常熟生產，已取得優先審批資格，臨床正加速推進，預估2019年上市，第三年即可有上噸級的需求量

資料來源：神隆、日盛投顧彙整

◆ **血癌針劑合作夥伴預計 1~2 個月內可望提前取證**

神隆與SAGENT合作血癌針劑Decitabine，由中國健進製藥公司進行製劑生產，客戶端原預計2016年底前取得藥證，然而因美國FDA提出問題，神隆已於去年底回覆FDA的CRL(complete response letter)問題。

目前終端市場每年銷售額約2億美金(IMS Data)，已有三家學名藥廠(Sandoz、Dr.Reddy's及Sun Pharma)取得上市許可，然其中一競爭廠商接獲美國FDA的Warning Letters，仍有利於合作夥伴SAGENT搶食市占率。雖ANDA藥證屬於美國SAGENT，但為神隆首項藉由API優勢延伸至製劑的產品，並可依美國SAGENT銷售進行分潤，預估毛利率大於50%。SAGENT預計近1~2個月內即可取得藥證，較原先預期提前。

抗凝血Fondaparinux，則為神隆09/2015自行申請美國之ANDA產品，由於API合成有51道程序，專利到期多年，目前僅有印度Dr.Reddy's取得ANDA藥證，美國市場年銷售約1億美元，神隆已接獲美國FDA問題，並著手在美國尋求行銷夥伴，原先預計1H17取證，但因美國FDA審查速度緩慢，預估將遞延至2018年。抗凝血中國部分，則與李氏大藥廠合作，中國市場每年銷售約8,000萬美金，神隆將可進行分潤，預計2020年上市。

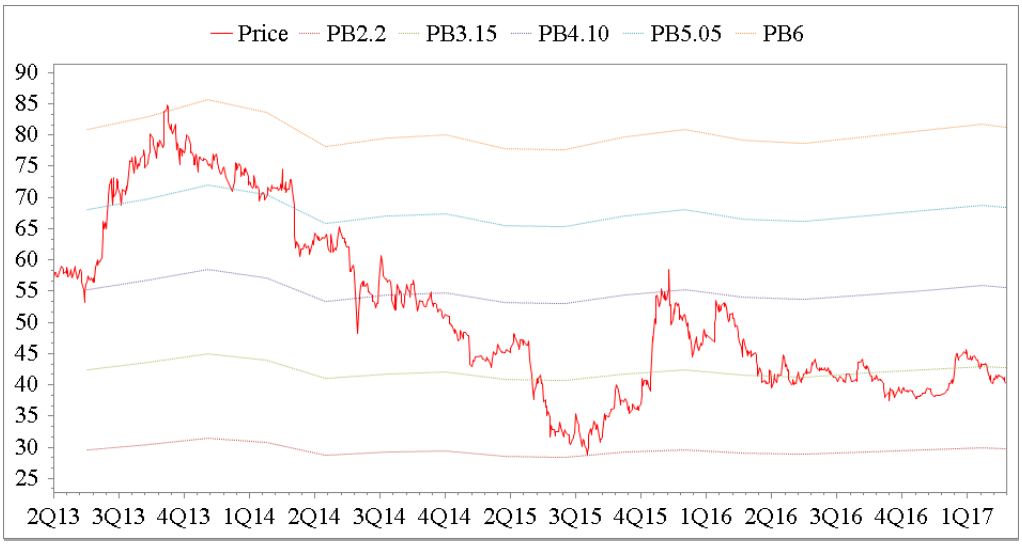
◆ **常熟廠轉虧為盈時間拉長，台南針劑廠 FDA 查廠時間預計遞延至 2019 年**

常熟廠部分，二期第三廠1H16進行試生產，07/2016後原料藥及中間體已出貨中國客戶，二期第四廠因配合生產排程，預計2017年可以通過中國安監審查。截至2016年，常熟廠營收約1,000萬美金，來自CRO、CMO及中間體。由於稼動率偏低，2016年虧損約2.3~2.4億台幣，因中國CFDA藥證審查速度緩慢，轉虧為盈時程恐拉長。台南針劑廠，去年底取得建築使用執照，卡式瓶、西林瓶生產線設備目前逐步進行組裝，預計2017年完成首項產品的試驗批次，並取得6-12個月穩定性資料後送交美國FDA，預計美國FDA最快2019年前來查廠。

◆ **針劑廠費用略高於預期，惟仍不影響公司長線基本面**

考量匯率及客戶下單排程，日盛略為下修營收4%，由於台南針劑廠非生產區域之相關設備、建物去年底開始提列折舊，費用略高於預期，日盛下修稅後淨利8%至7.6億元(YoY+14.9%)，稅後EPS由1.09元至1.0元。考量2H17學名藥API恢復成長動能，新藥API及首項ANDA產品2017年將有重大突破，維持買進評等，目標價47元。(2017年PBR 3.4X)

PB Band



資料來源：CMoney，JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖

近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20170509	買進	47.0
20170216	買進	47.0
20161013	持有	47.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2015	2016	2017F	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F
營業收入淨額	3,955	4,031	4,113	1,030	1,022	1,015	992	1,002	919	1,040	1,051	1,102
營業毛利	1,677	1,806	1,965	514	431	465	466	444	470	480	502	513
營業費用	927	938	1,003	250	236	236	233	234	249	246	249	260
營業利益	750	868	962	264	195	229	233	210	221	234	254	253
營業外收支	53	-58	-25	-32	-4	-29	-27	3	-29	2	-2	4
稅前純益	803	811	936	232	191	200	207	213	192	236	251	257
稅後純益	635	659	757	195	172	174	166	147	170	206	201	180
最新股本	7,603	7,603	7,603	7,603	7,603	7,603	7,603	7,603	7,603	7,603	7,603	7,603
稅後 EPS (元)	0.84	0.87	1.00	0.26	0.23	0.23	0.22	0.19	0.22	0.27	0.26	0.24
經營效率(%)												
毛利率	42.39	44.80	47.77	49.92	42.21	45.79	47.02	44.26	51.16	46.10	47.80	46.50
營業利益率	18.95	21.54	23.38	25.62	19.12	22.58	23.54	20.97	24.07	22.49	24.14	22.92
稅前純益率	20.30	20.11	22.77	22.53	18.70	19.70	20.84	21.24	20.91	22.70	23.92	23.28
稅後純益率	16.05	16.34	18.39	18.95	16.83	17.18	16.69	14.65	18.50	19.75	19.16	16.29
YoY(%)												
營收	-3.48	1.91	2.04	21.14	4.36	5.39	0.88	-2.68	-10.01	2.50	6.00	9.96
營業利益	34.01	15.82	10.76	419.24	38.52	81.82	6.78	-20.35	13.26	2.09	8.70	20.17
稅前純益	33.32	0.96	15.52	211.35	42.26	-13.85	1.08	-8.23	0.62	18.14	21.67	20.48
稅後純益	31.15	3.74	14.87	3,929.41	52.43	31.93	-15.00	-24.79	-1.04	17.83	21.65	22.32
QoQ(%)												
營收				4.80	-0.81	-0.66	-2.31	1.10	-8.28	13.15	1.03	4.87
營業利益				20.72	-25.98	17.31	1.87	-9.96	5.26	5.74	8.46	-0.45
稅前純益				13.50	-17.67	4.65	3.35	3.05	-9.72	22.87	6.44	2.04
稅後純益				0.24	-11.94	1.44	-5.08	-11.31	15.88	20.79	-2.00	-10.82

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2015	2016	1Q17
流動資產	6,033	6,585	6,656
現金及約當現金	2,336	3,707	3,715
公允價值衡量金融資產	0	0	3
備供出售金融資產	0	0	0
以成本衡量之金融資產	0	0	0
存貨	2,169	1,830	1,941
非流動資產	6,189	6,198	6,197
公允價值衡量金融資產	0	0	0
不動產、廠房及設備	5,171	5,209	5,155
無形資產	23	24	22
資產總計	12,222	12,783	12,853
流動負債	2,275	1,692	1,692
短期借款	1,702	983	932
非流動負債	90	864	803
負債總計	2,365	2,555	2,495
股本	7,311	7,603	7,603
普通股股本	7,311	7,603	7,603
資本公積	1,266	1,276	1,279
保留盈餘	1,212	1,352	1,522
庫藏股票	0	0	0
股東權益	9,857	10,228	10,358
每股淨值(元)	13.48	13.45	13.62
流動比率(%)	265.18	389.28	393.51
速動比率(%)	162.42	268.57	270.10
應收帳款週轉率(%)	4.40	4.22	1.09
負債比率(%)	19.35	19.99	19.41
稅後股東權益報酬率(%)	6.60	6.56	1.65

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	1Q17
繼續營業單位稅前損益	803	811	192
折舊及攤提費用	483	445	109
利息費用	9	36	12
股利收入	0	0	0
權益法認列關聯企業損益	-1	0	0
處分不動產、廠房及設備	1	1	0
處分權益法之投資損益	-95	0	0
未實現外幣兌換損益	0	0	0
應收帳款增減	-344	228	4
存貨增減	212	235	-116
應付帳款增減	37	-21	28
營業活動現金流量	1,045	1,665	304
公允價值衡量金融資產增減	0	0	0
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	0
權益法長期股權投資增減	0	0	0
取得不動產、廠房及設備	-647	-418	-180
處分不動產、廠房及設備	0	1	0
投資活動現金流量	-944	-202	-230
短期借款增減	0	720	-51
長期借款增減	0	803	-41
公司債發行	0	0	0
公司債償還	0	0	0
現金增資	0	0	0
發放現金股利	-141	-219	0
庫藏股票增減	0	0	0
籌資活動現金流量	306	-138	-112
淨現金流量	408	1,371	8

資料來源：CMoney · JS 預估

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股