

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1789 TT 神隆	持有 目標價 38	神隆的投資評等維持持有，目標價38元，潛在漲幅14%，主要理由如下： 生產新註冊品項及製造地移轉，4Q17毛利率不如預期；1H18雖針劑廠批次生產費用及中國整改費用增加，惟公司兩項ANDA製劑漸趨明朗，CRO/CMO業務持續正向發展。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

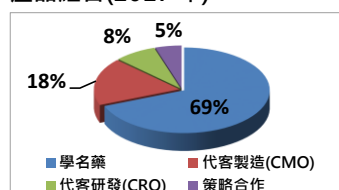
近期投資評等

02/26/2018	持有/中立
11/07/2017	持有/中立
08/04/2017	買進

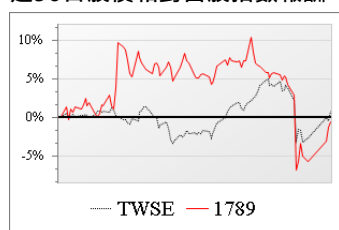
公司基本資料

收盤價(元)(02/23/2018)	33.05
股本(百萬元)	7,907
總市值(億元)	261.3
每股淨值(元)	14.04
外資持股比(%)	3.36
投信持股比(%)	0.03
近 20 日均量(張)	904
融資餘額(02/23/2018)	7,710

產品組合(2017年)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2017F	2018F	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	3,516	3,636	849	894	910	888	892	946
營業毛利	1,551	1,763	407	347	421	427	456	459
營業利益	560	688	152	100	153	171	181	184
稅後純益	423	563	107	61	128	142	137	157
稅後 EPS(元)	0.53	0.71	0.14	0.08	0.16	0.18	0.17	0.20
毛利率(%)	44.11	48.49	48	38.85	46.3	48.1	51.1	48.5
營業利益率(%)	15.92	18.93	17.86	11.24	16.78	19.21	20.29	19.45
稅後純益率(%)	12.03	15.48	12.61	6.87	14.03	15.95	15.32	16.57
營業收入 YoY/QoQ(%)	-12.78	3.43	-0.51	5.35	1.76	-2.37	0.37	6.15
營業利益 YoY/QoQ(%)	-35.53	22.96	75.51	-33.74	51.93	11.78	6.05	1.73
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-35.78	33.03	26.76	-42.58	107.77	10.97	-3.61	14.82

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **生產新註冊品項及製造地移轉，4Q17毛利率不如預期：**神隆4Q17稅後淨利0.61億元(YoY-58.1%)，稅後EPS 0.08元，低於日盛預估的0.18元，係因：(1)產品組合因素；(2)生產多項新註冊用學名藥API，未達經濟規模；(3)糖尿病中間體因中國環保、整改因素，移轉台灣生產製程尚未優化，導致4Q17毛利率38.8%(YoY-5.4ppts)。此外，因針劑廠生產製劑註冊批次費用高於預期所致。神隆2017年營收35.16億元(YoY-12.8%)，其中學名藥API因客戶整併、降價及出貨週期調整，占比69%(YoY-30%)，代客製造(CMO)受惠新藥客戶Melinta及Telavancin客戶兩年拉貨一次，營收占比18%(YoY+950%)；代客研發(CRO)，帕金森及子宮內膜藥物臨床三期宣告失敗，營收占比8%(YoY-42%)；與Baxter 5項合作案，以及抗凝血授權印度藥廠簽約收入占比5%(YoY+770%)。稅後淨利4.22億元(YoY-35.9%)，稅後EPS 0.53元。
- ◆ **抗生素將成為前三大產品，兩項ANDA製劑2Q18明朗：**隨著Teva全球裁員、中國環保成本提升，管理層預期原料藥降價空間有限。CMO方面，Baxdela™已於2/2018正式上市，目前神隆獨家供應針劑及口服劑型，3Q17、4Q17分別有一批次合計約數百萬美元訂單，Melinta近期併購Medicines的傳染病部門，成為全球最大的抗生素公司，Baxdela™另有社區型肺炎(Phase III，預計2018年底完成)及複雜性急性泌尿道感染等兩項適應症，預估將使Baxdela™出貨量逐年放大，2018年有機會躍升為神隆前三大品項。兩項ANDA部分，抗凝血(Fondaparinux)在GDUFA法案下FDA給予的目標回復日期為5/2/2018，若順利取證將為第三家上市學名藥廠，僅次於印度藥廠Dr Reddys(7/2011)及Aurobindo(12/26/2017)。與美國SAGENT合作之血癌針劑Decitabine將遞延至1H18取得藥證，預估SAGENT將會是第5~6家學名藥廠。
- ◆ **1H18針劑廠將生產註冊批：**展望2018年，客戶端預計有3項代客研發(CRO)產品有機會提出藥證申請，包括中國1.1類新藥晚期原發性肝癌、逸達Leuprolide攝護腺癌、糖尿病一型及二型等。台南針劑廠兩條生產線(四種劑型)設備已安裝完畢，預計1H18開始生產註冊批次產品，經過6個月安定性試驗，最快2018年底送件申請ANDA。受到中國環保及藥企飛行檢查，導致客戶進展保守，常熟廠累積3Q17營收4,800萬人民幣(YoY+32%)，虧損約2.1億台幣。考量1H18針劑廠批次生產費用增加，2018年研發費用比重將達10%，且中國環安可能增加整改費用，日盛下修稅後淨利至5.62億元(YoY+33%)，稅後EPS 0.71元(原估0.8元)，惟公司兩項ANDA製劑及CRO/CMO業務持續正向發展，仍建議持有，看好原料藥向下游製劑整合的長期轉型發展。

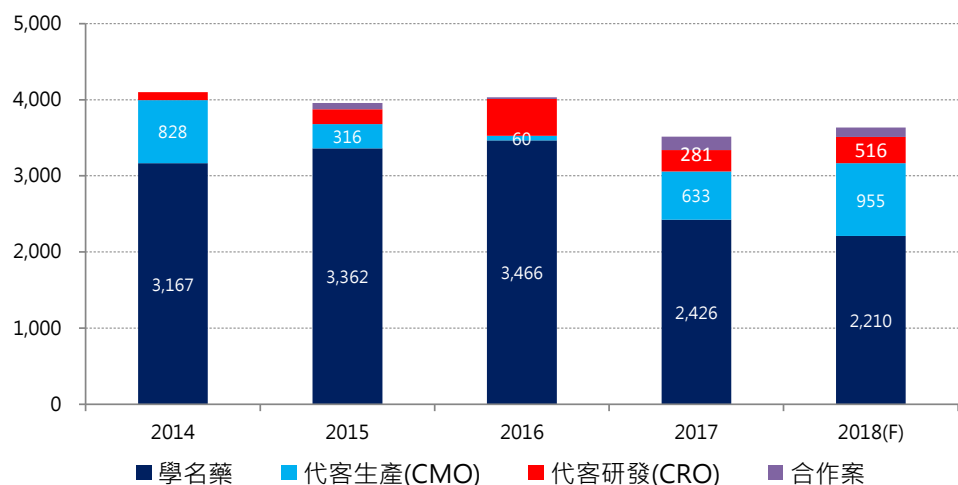
◆ **神隆為全球抗癌原料藥翹楚：**

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56項DMF (全球767項)，其中33項為抗癌藥。截至2017年，學名藥原料藥佔比已下降至69%、新藥代客生產(CMO)18%、新藥代工研發(CRO)8%、及合作案約5%。若以疾病類別區分，癌症用原料藥66%、抗感染12%、中樞神經系統用藥10%。公司迄今已接受超過百項新藥委託開發之項目，其中4項處於臨床三期試驗，6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，且醫藥流通商大者恆大，導致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的雙A模式(API+ANDA)，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1H18進行首批註冊批量生產。

圖一、神隆 CRAMs 代客研製業務持續增加

單位：百萬元



資料來源：神隆、日盛投顧彙整

◆ **中國環安衛成本提升，原料藥/學名藥再降價空間有限：**

神隆 2017 年營收 35.16 億元(YoY-12.8%)，其中，學名藥用 API 營收占比 69%(YoY-30%)。因學名藥客戶、零售業整併，且政府醫療支出刪減，導致神隆前三大學名藥 API 當中 Docetaxel、Irinotecan 每年均有 15%、7%~10%降價。Paclitaxel 則因出貨給原廠新藥用途，藥價較無降價壓力，然產品自 2013 年上市至今趨於穩定，客戶庫存政策由原先備貨兩年轉為一年，導致神隆出貨量下滑所致。

日盛認為，Paclitaxel 庫存政策調整將影響至 4Q17，並在 2018 年減緩，然目前已有學名藥廠商 file P4 挑戰原廠專利，訴訟進行中，故未來 Paclitaxel 仍有變數。隨著中國環安衛成本提升，神隆管理層認為，原料藥/學名藥再降價空間有限，公司將透過製程改善，抵抗學名藥 API 每年藥價的降幅。

◆ **新藥代客研製業務有所突破，2018年出貨量持續放大：**

神隆主要成長動能來自CRAMs代客研製業務(客戶藥物上市前歸類CRO、上市後歸類CMO)。2017年代客生產CMO營收占比18%(YoY+950%)，主要來自治療複雜性皮膚感染症的VIBATIV®(Telavancin)，客戶每兩年拉貨一次，以及神隆新藥API客戶美國抗生素大廠(Melinta)於06/27/2017通過美國FDA批准上市的新型急性醫院用皮膚感染症(ABSSSI)藥物Baxdela™(Delafloxacin)。神隆2016年已完成製程確效，並於4Q16小量出貨(公斤級)，1H17並無營收挹注，3Q17、4Q17預計將分別出貨一批次合計約數百萬美元訂單。

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，美國每年約有300萬名患者，Baxdela™全球潛在藥物市值約14億美金。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，在專利到期後能獲得額外5年的獨占排他權。

表一、神隆主要 CRAMs 代客研製業務上市規劃時程

預計申請藥證年份	適應症	上市地區	上市地區規模	說明
2009/2013 (已上市)	皮膚感染/院內感染型肺炎	美國/歐盟	-	治療耐甲氧西林金黃色葡萄球菌引起的複雜性皮膚及皮膚結構感染症的Telavancin，客戶兩年備貨一次。
6/2017 (已上市)	急性皮膚感染症 ABSSSI	US / EU / Asia	\$1.4 bn	客戶端10/2016提出NDA，預估上市首年2017年貢獻數百萬美元營收。目前仍有兩項新適應症開發中，預估2018年有上噸級的需求量。
2017	卵巢癌 子宮內膜癌	US / EU	\$6.0 bn	臨床三期宣告失敗
2017	帕金森氏症	US	\$1.0 bn	臨床三期宣告失敗
2018	糖尿病 一型及二型	US/ EU	\$2.4 bn	一型Phase 3已完成，預估2018年於美國及歐洲提出新藥申請；二型Phase 3a已完成。中間體原由常熟進行代工，然整改及環安衛因素，4Q17台灣加入生產。
2018	攝護腺癌	US / EU	\$2.4 bn	轉投資逸達Leuprolide，預估2019年上市，目前已著手進行製程確效，上市後預估每年可帶來數百萬美元年營收
2018	晚期原發性肝癌、 骨髓纖維化、自身 免疫性疾病	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
2019	家族性結直腸癌肉 綜合症	US / EU		由常熟/台灣進行原料藥生產，預估2020年上市，上市後每年將有噸級的需求量

資料來源：神隆、日盛投顧彙整

日盛推估2017年Baxdela™貢獻神隆8,400萬營收(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20%)。由於Melinta近期併購Medicines的傳染病部門，已成為全球最大的抗生素公司，Baxdela™另有社區型肺炎

2018年2月26日

(Phase III，預計2018年底完成)及複雜性急性泌尿道感染等兩項適應症，預估將使 Baxdela™ 出貨量逐年放大，神隆將為主要受惠者。2018年出貨量將達噸級以上，2018年有機會躍升為神隆前三大品項。五年內估計可望貢獻神隆約600萬美金營收(折合台幣約1.8億元)。

◆ **抗凝血 ANDA 預計 5/2/2018 有結果，血癌針劑維持 1H18 取證目標：**

抗凝血(Fondaparinux)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，目前僅有印度藥廠 Dr.Reddys(7/2011) 以及 Aurobindo(12/26/2017)取得ANDA藥證。Fondaparinux美國市場年銷售約1億美元，歐美市場神隆最終選擇與印度藥廠合作，並於2Q17認列權利金約200萬美金。由於Fondaparinux適用GDUFA II法案(學名藥使用者付費修正案)，故美國FDA給予的目標回復日期(TAD，Target Action Date)為5/2/2018，若順利取證將為第三家上市學名藥廠。中國市場部分，神隆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2021年上市。

神隆與SAGENT合作血癌針劑Decitabine，則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2017年回覆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3家學名藥廠(Sandoz、Dr.Reddy's及Sun Pharma)取得上市許可，預估SAGENT將會是第5~6家學名藥廠。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%。由於血癌針劑並未適用GDUFA II法案，目前僅預期1H18取證。

表二、神隆 ANDA 業務，由學名藥 API 向下游製劑整合

合作對象	產品	用途	地區	預估上市時間	說明
健亞	Entecavir	B型肝炎	台灣	2013	首項上市的共同開發製劑產品
Sagent	Decitabine	血癌	美國	2018	首項於美國申請ANDA產品已啟動美國FDA至常熟廠查廠成功上市為第5~6家，但有分潤
美國 Pharmaceuticals	Pemetrexed	非小細胞肺癌	美國	2018	*以505(b)(2)途徑，10/27/2017已獲美國FDA給予Tentative Approval，將視與原廠Eli Lilly專利訴訟結果決定上市時間。
印度國際大廠	PEMFEXY™ (Fondaparinux)	抗凝血	歐美	2018	首項自行開發向美國FDA申請之ANDA，授權印度合作夥伴獨家於歐美市場銷售，2Q17權利金約200萬美元。TAD為5/2/2018。
李氏大藥廠			中國	2022	於中國獨家授權Fondaparinux製劑技術
逸達生技	Leuprolide	攝護腺癌	美國	2019	轉投資505(b)2新藥
Baxter	五項抗癌用藥	乳癌、多發性骨髓瘤、肺癌及化療止吐劑	歐美	2020年起	增加洗腎以外癌症產品線。合作開發製劑，分享終端藥品銷售利潤，雙方和議繼續合作其他15項針劑產品

資料來源：神隆、日盛投顧彙整

2018年2月26日

另與美國NASDAQ上市藥廠Eagle Pharmaceuticals合作之非小細胞肺癌(Pemetrexed)505(b)(2)藥物，客戶端10/27/2017已接獲美國FDA給予的Tentative Approval(暫時批准)，將視與原廠Eli Lilly旗下ALIMTA®的專利訴訟結果，決定上市時間。若客戶端與原廠settlement，預估2018年將放量。

◆ **1H18 針劑廠將生產註冊批，最快年底 file ANDA：**

展望2018年，客戶端預計有3項代客研發(CRO)產品有機會提出藥證申請(NDA)，包括中國1.1類新藥晚期原發性肝癌、逸達Leuprolide攝護腺癌、糖尿病一型及二型等。台南針劑廠兩條生產線(四種劑型)設備已安裝完畢，預計1H18生產註冊批次產品，依序為預充填針劑(勝肽API，台南廠生產)、複雜型注射筆、癌症凍乾產品(委外生產，Trigger TFDA查廠)及癌症水針產品。經過6個月的安定性，最快2018年底送件申請ANDA，可望Trigger美國FDA於2019年前來查廠。預估2018年批次製造費用增加約1億元，且必須報廢認列費用。針劑主要廠房折舊將待美國FDA查廠通過，估計約2019~2020年初，年折舊金額約5,000萬新台幣。

◆ **常熟廠轉盈時程恐遞延：**

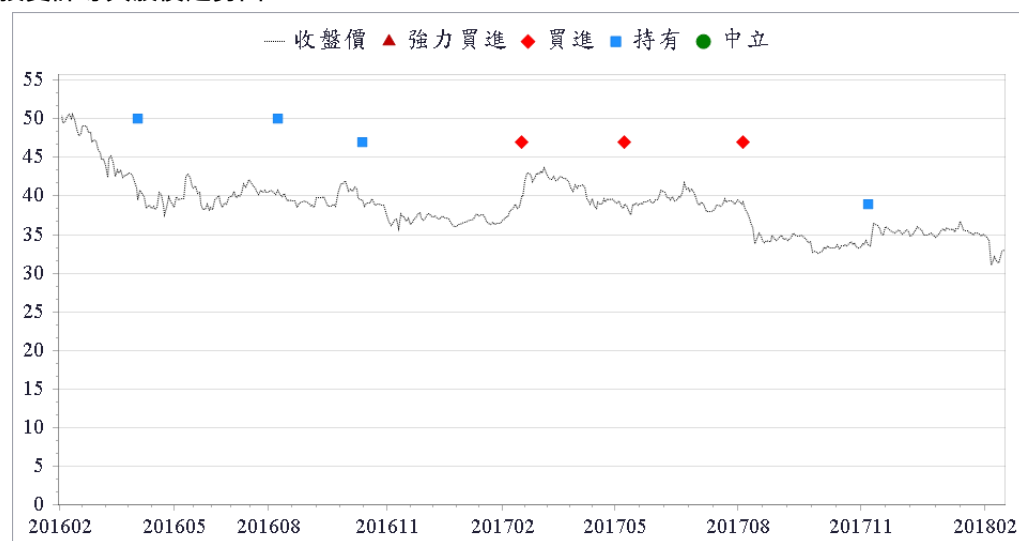
受到中國環保及藥企飛行檢查，導致客戶進展保守，常熟廠累積3Q17營收4,800萬人民幣(YoY+32%)，虧損約2.1億台幣，隨糖尿病新藥中間體客戶預計2018年提出藥證申請，若神隆可將製造地移轉回常熟量產，可望帶動常熟廠產能利用率提升。考量1H18針劑廠批次生產費用增加，預估2018年研發費用佔營收比重會到10%，且中國環安可能增加整改費用增加，日盛下修稅後淨利至5.62億元(YoY+33%)，稅後EPS 0.71元(原估0.8元)，惟公司兩項ANDA製劑及CRO/CMO業務持續正向發展，仍建議持有，看好原料藥向下游製劑整合的長期轉型發展。

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
20180226	持有/中立	38.0
20171107	持有/中立	39.0
20170804	買進	47.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年2月26日

損益表

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	4,031	3,516	3,636	1,002	919	853	849	894	910	888	892	946
營業毛利	1,806	1,551	1,763	444	470	326	407	347	421	427	456	459
營業費用	938	991	1,075	234	249	239	256	247	269	257	275	275
營業利益	868	560	688	210	221	86	152	100	153	171	181	184
營業外收支	-58	-84	-19	3	-29	-7	-25	-23	-11	-8	-12	12
稅前純益	811	476	669	213	192	79	127	77	142	163	169	196
稅後純益	659	423	563	147	170	84	107	61	128	142	137	157
最新股本	7,907	7,907	7,907	7,907	7,907	7,907	7,907	7,907	7,907	7,907	7,907	7,907
稅後 EPS(元)	0.83	0.53	0.71	0.19	0.22	0.11	0.14	0.08	0.16	0.18	0.17	0.20
經營效率(%)												
毛利率	44.8	44.11	48.49	44.26	51.16	38.18	48	38.85	46.3	48.1	51.1	48.5
營業利益率	21.54	15.92	18.93	20.97	24.07	10.13	17.86	11.24	16.78	19.21	20.29	19.45
稅前純益率	20.11	13.53	18.41	21.24	20.91	9.3	14.91	8.65	15.59	18.33	18.91	20.71
稅後純益率	16.34	12.03	15.48	14.65	18.5	9.89	12.61	6.87	14.03	15.95	15.32	16.57
YoY(%)												
營收	1.91	-12.78	3.43	-2.68	-10.01	-15.95	-14.4	-10.8	-1.04	4.12	5.04	5.84
營業利益	15.82	-35.53	22.96	-20.35	13.26	-62.31	-35.06	-52.21	-31.02	97.52	19.35	83.22
稅前純益	0.96	-41.34	40.75	-8.23	0.62	-60.34	-38.74	-63.66	-26.21	105.34	33.18	153.27
稅後純益	3.74	-35.78	33.03	-24.79	-1.04	-51.6	-35.36	-58.15	-24.96	67.83	27.62	155.18
QoQ(%)												
營收				1.1	-8.28	-7.21	-0.51	5.35	1.76	-2.37	0.37	6.15
營業利益				-9.96	5.26	-60.96	75.51	-33.74	51.93	11.78	6.05	1.73
稅前純益				3.05	-9.72	-58.75	59.62	-38.86	83.3	14.79	3.53	16.26
稅後純益				-11.31	15.88	-50.38	26.76	-42.58	107.77	10.97	-3.61	14.82

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	3Q17
流動資產	6,033	6,585	6,609
現金及約當現金	2,336	3,707	3,950
公允價值衡量金融資產	--	0	0
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	2,169	1,830	1,830
非流動資產	6,189	6,198	6,260
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	5,171	5,209	5,122
無形資產	23	24	23
資產總計	12,222	12,783	12,870
流動負債	2,275	1,692	1,219
短期借款	1,702	983	551
非流動負債	90	864	1,300
負債總計	2,365	2,555	2,518
股本	7,311	7,603	7,907
普通股股本	7,311	7,603	7,907
資本公積	1,266	1,276	1,286
保留盈餘	1,212	1,352	1,182
庫藏股票	--	--	--
股東權益	9,857	10,228	10,351
每股淨值(元)	13.48	13.45	13.09
流動比率(%)	265.18	389.28	542.22
速動比率(%)	162.42	268.57	379.32
應收帳款週轉率(%)	4.4	4.22	1.06
負債比率(%)	19.35	19.99	19.57
稅後股東權益報酬率(%)	6.6	6.56	1.04

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	3Q17
繼續營業單位稅前損益	803	811	398
折舊及攤提費用	483	445	327
利息費用	9	36	54
股利收入	--	--	--
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	--
未實現外幣兌換損益	0	0	0
應收帳款增減	-344	228	169
存貨增減	212	235	-68
應付帳款增減	37	-21	90
營業活動現金流量	1,045	1,665	789
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-647	-418	-292
處分不動產、廠房及設備	0	1	0
投資活動現金流量	-944	-202	-415
短期借款增減	850	-720	-405
長期借款增減	0	803	543
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-141	-219	-228
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	306	-138	-110
淨現金流量	408	1,371	243

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年2月26日

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