2018 年 7 月 11 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4107 TT 邦特	強力買進 目標價 150	邦特的投資評等調升至強力買進，目標價維持150元，潛在漲幅40%，主要理由如下： (1) 6/2018營收續創新高，新廠2H18導入第二產品線，預計6個月取得上市許可證； (2) 近期股價走勢與基本面明顯分歧，在中美貿易戰升溫之際，菲律賓廠反而因此受惠。

研究員 李振南
donaldlee@jsun.com

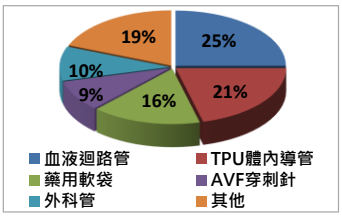
近期投資評等

07/11/2018	強力買進
06/11/2018	買進
04/17/2018	買進

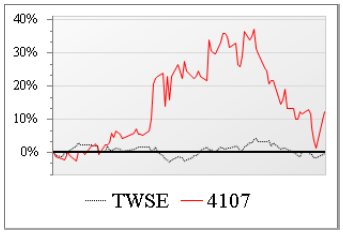
公司基本資料

收盤價(元)(07/10/2018)	106.50
股本(百萬元)	693
總市值(億元)	73.8
每股淨值(元)	31.85
外資持股比(%)	13.39
投信持股比(%)	7.96
近 20 日均量(張)	978
融資餘額(07/10/2018)	3,649

產品組合(1H18)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

◆ **6/2018營收續創新高，上修2Q18獲利：**邦特6/2018營收1.37億元(MoM+1.3%、YoY+13.8%)，創單月歷史新高，符合日盛預期。累積1H18營收7.84億元(YoY+16%)，其中三大產品線：血液迴路管占比25%(YoY+35%)、體內導管TPU占比21%(YoY+20%)、藥用軟袋占比16%(YoY+1%)。受惠菲律賓新廠兩大客戶出貨穩定，產能利用率提升，預估2Q18毛利率43.9%，且台幣走貶業外匯兌收益，上修2Q18稅後淨利12%至1.04億元，稅後EPS 1.5元(原估1.34元)。

◆ **中美貿易戰不受影響，2H18新廠將導入第二產品線：**近期邦特股價下跌，與基本面走勢明顯分歧，日盛認為，恐與市場擔憂受中美貿易戰波及有關。根據中國海關統計，2017年中國醫材出口總額217億美元(YoY+5.8%)，其中輸往美國約58億美元，占整體出口比重約27%，當中又以低值耗材、中低階產品為主，如醫用耗材敷料等。邦特2017年中國營收占比約9%，其中又以體內導管內銷市場為主，並無間接出口美國。在中美貿易戰升溫之際，國際醫材大廠原先委由中國代工之產品，將面臨關稅提高的可能，由於邦特新廠位於菲律賓，就長期而言，產品將更具競爭優勢反而因此受惠。邦特新廠預計將導入第二產品線，初期鎖定呼吸科產品，由於申請菲國當地執照約需要6個月時間，故最快2H18可望取得上市許可，目前將積極與國際大廠洽談合作計畫。

◆ **積極布局東協市場，將設立倉儲發貨中心：**公司計畫將在東協設立倉儲發貨中心，就近供應當地市場所需，以越南為例，總人口約9,500萬人，約500萬腎功能衰竭病患，實際透析人口數約3萬人，與菲國相當。包括國際透析領導服務商F公司及B公司均於當地設有透析中心，但根據研究，F公司廠房位於中國，僅B公司於馬來西亞設廠、越南設有合資廠；其他醫療器材大廠，如日本透析大廠Nipro(泰國設廠)、貝恩醫療(中國設廠)，僅少數企業在東協設廠。邦特就近於東協地區設立發貨中心，未來訂單成長空間仍大。新產品方面，邦特自有品牌呼吸科導管，因銷售通路布局逐漸完整，目前每月營收貢獻約1,000萬元，並逐漸增量。考量2Q18獲利較佳，2H18導入第二產品線，上修2018年稅後淨利至4.3億元(YoY+40%)，稅後EPS 6.16元(原估6.0元)。2019年東協市場將延續成長動能，調升至強力買進，以近四季EPS*PER 23倍評價。

單位:百萬元	2017	2018F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	1,420	1,662	384	376	408	426	453	433
營業毛利	604	730	166	159	179	190	202	185
營業利益	428	528	121	113	131	138	147	134
稅後純益	304	427	92	83	104	115	124	107
稅後 EPS(元)	4.39	6.16	1.33	1.20	1.50	1.66	1.80	1.54
毛利率(%)	42.51	43.9	43.36	42.32	43.91	44.66	44.5	42.69
營業利益率(%)	30.15	31.78	31.55	30.17	32.02	32.33	32.38	30.88
稅後純益率(%)	21.4	25.67	23.97	22.05	25.53	27.08	27.48	24.65
營業收入 YoY/QoQ(%)	0.94	17.06	7.15	-2.05	8.5	4.42	6.32	-4.39
營業利益 YoY/QoQ(%)	-2.4	23.39	9.16	-6.34	15.16	5.44	6.49	-8.83
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-15.16	40.41	-0.31	-9.92	25.67	10.72	7.92	-14.25

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

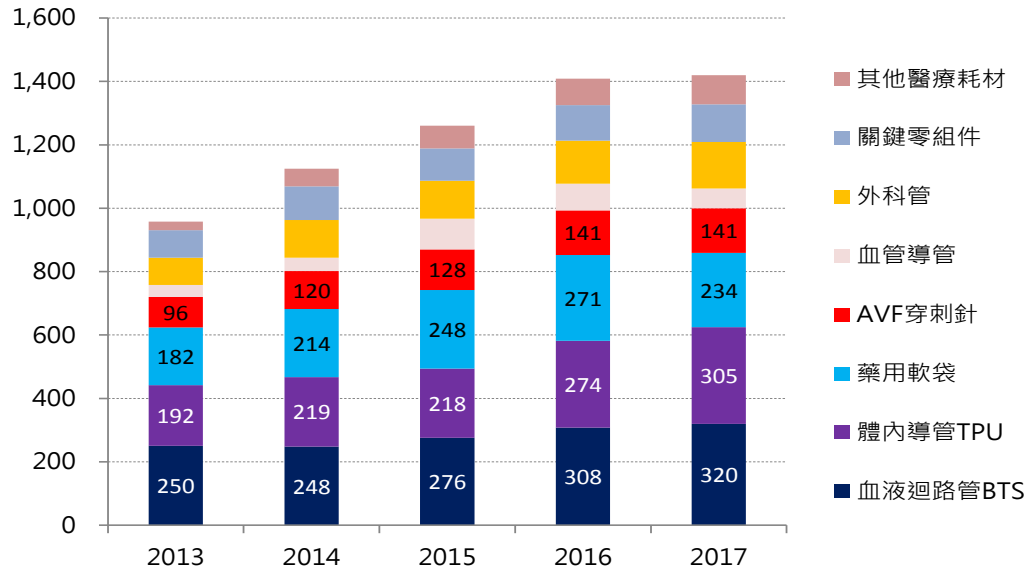
◆ **邦特以自有品牌「BIOTEQ」行銷全球，產品具全球競爭力：**

邦特成立於1991年，為國內血液透析相關醫療耗材的製造商，以自有品牌BIOTEQ行銷全球五大洲超過85個國家。截至1Q18，銷售地區為內銷23%、亞洲25%、美洲22%、歐洲11%、中國11%及非洲8%，全球銷售布局完整且分散。

近年來，邦特產品逐漸由血液透析領域，轉往單價、毛利率較高的微創手術導管，2017年產品線包括：血液迴路管(BTS)23%、體內導管(TPU類)22%、藥用軟袋17%、外科管10%、AVF穿刺針10%、關鍵零組件8%及其他10%。其中，邦特血液迴路管國內市佔排名第一；藥用軟袋為全世界前三大供應商；體內導管部分品項在歐洲國家市佔率超過30%。毛利率則以TPU導管最高約75%，其他管類及軟袋介於38%~50%，AVF穿刺針及零組件約30%~32%，血液迴路管因屬勞力密集產品，毛利率僅25%~28%。

看好東協市場，邦特於12/2012斥資約3億元在菲律賓建立新廠，將低階BTS產線陸續移往菲國生產，邦特菲律賓新廠位於PEZA工業區，為菲國經濟特區，針對外商的投資從正式營運後提供4年免稅，第5年起僅針對出口金額課徵5%毛利稅，同時每年營業額的30%允許內銷，租稅優惠結束後，若能引進新產品，則可額外提供2年的免稅優惠；台灣則另外成立第二研發中心，持續開發血液透析用之高單價產品如球囊導管等，宜蘭廠騰出的產能，則將全數生產高毛利率之TPU導管。

圖一、邦特近 5 年產品線逐年成長 **單位：百萬元**

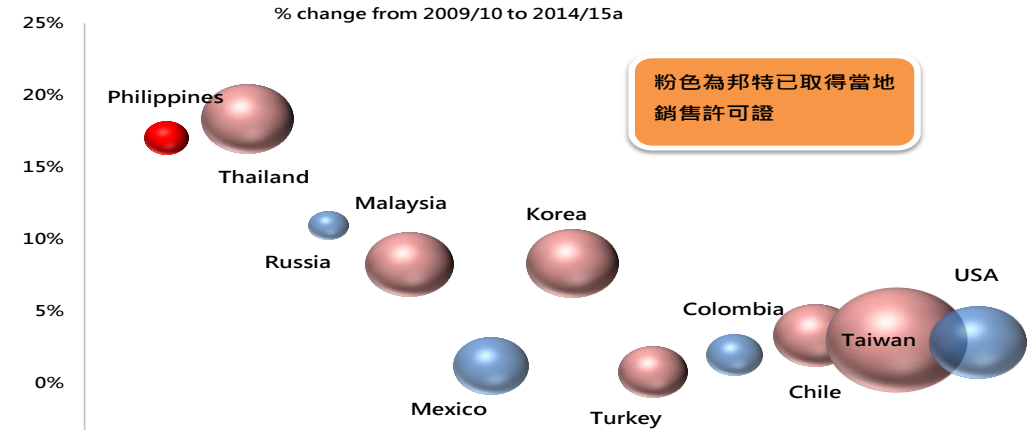


資料來源：邦特、日盛投顧彙整

◆ **東協市場為全球洗腎人口成長最快速的區域：**

根據統計，目前全球血液透析市場達730億美元，約280萬的洗腎病患，且每年以6%的自然增長率，預估2020年將成長至380萬人。其中，以亞洲地區2012~2020年複合成長率8.6%最高，其次為拉丁美洲5.3%。近年來，隨亞太國民所得提升，生活及飲食習慣改變，包括中國、印度、巴西等新興國家血液透析人數均快速成長。根據美國腎臟登錄系統(USRDS)2018年公布之最新全球洗腎病患佔總人口比率(盛行率)排行表，菲律賓、泰國及馬來西亞等東協國家2010~2015年成長率均高於已開發國家，其中菲律賓近5年年複合成長率17%，為全球洗腎人口增長最快的區域之一，僅次於泰國，遠高於歐美的3%~5%。然而，新興市場腎病患者接受透析治療的比例僅10%~15%，遠低於歐美地區約80%之水準。

圖二、菲律賓為全球血液透析成長率最高的國家



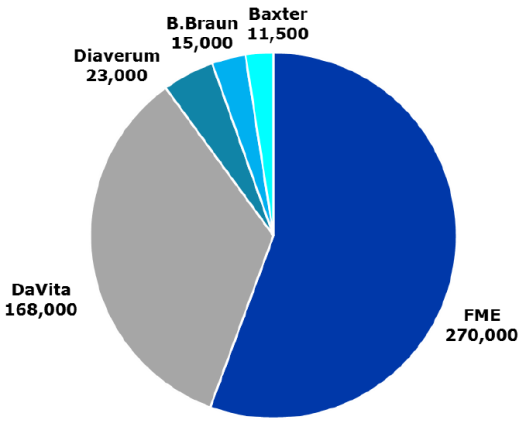
Country	% change from 2009/10 to 2014/15[a]	2015年病患/每百萬人
Philippines	17%	314
Thailand	18%	1,371
Russia	11%	244
Malaysia	8%	1,234
Mexico	1%	926
Korea	8%	1,358
Turkey	1%	773
Colombia	2%	502
Chile	3%	1,143
Taiwan	3%	3,185
USA	3%	1,541

附註：泡泡大小為該國血液透析規模，並以 USA 為基數 100，Y 軸為成長率。

資料來源：2018 年美國腎臟資料登錄系統(USRDS)、日盛投顧彙整。

圖三、亞洲地區透析領導廠商及服務人數

Asia Pacific		
Provider	Patients	Countries
FRESENIUS MEDICAL CARE	17,870	12
Zenjin-Kai	6,000	1
医療法人社団 松和会	5,000	1
徳洲会グループ	4,000	1
B BRAUN	2,650	5
DaVita	1,750	5
DIAVERUM	300	1



資料來源：Fresenius、日盛投顧彙整

目前亞太地區透析領導服務商包括Fresenius、Zenjin-kai(善仁会)、SHOWAKAI(松和会)、Tokushukai group(德洲会)及B Braun等通路商。根據Nephron Journals預估，東協在透析人口強勁成長，與醫療保險逐漸完備的預期下，將吸引全球透析通路商於當地設立獨立透析中心。國際龍頭大廠Fresenius在菲律賓管理約21家透析診所，預估2020年將進一步擴增至37家透析中心。

根據美國腎臟資料登錄系統(USRDS)統計，菲律賓約有近3萬人的洗腎人口，若以每人每周洗腎2~3次，保守估計當地市場規模約3億元，並將持續成長。目前當地主要通路商包括，龍頭廠Fresenius、B Braun，以及日本透析大廠Nipro。根據日盛研究，Fresenius於中國設廠，菲律賓當地並無設廠；B Braun於馬來西亞設廠、越南設有合資廠；而日本透析大廠Nipro則在泰國設廠；貝恩醫療於中國設廠，整體來看，僅少數通路企業在東協當地設廠。

邦特計畫將在東協設立倉儲發貨中心，就近供應當地市場所需，以越南為例，總人口約9,500萬人，約500萬腎功能衰竭病患，而實際透析人口數約3萬人，透析人口基數與菲國相當。邦特在地化生產，擁有成本優勢，隨著東協市場透析人口增長，未來可望增加合作銷售夥伴。

表一、亞洲鄰近國家血液透析市場分析

國家	人均GDP (USD)	2011-2014 GDP成長率 (%)	透析人口	Percentage of population(%)	設施數量	治療成本 (USD) per session cost	自費比例	1年存活率 (%)
Japan	36,194	-4.2%	297,126	0.232	4,152	350	0%	87.40%
China	7,593	13.9%	272,000	0.02	3,500	90	5-30%	N.A.
Taiwan*	22,598	4.1%	63,655	0.275	552	170	0%	87.50%
Korea	27,970	6.0%	45,009	0.093	614	130	10%	94%
Thailand	5,519	3.7%	29,500	0.044	500	25	0-25%	N.A.
Malaysia	10,933	5.6%	23,500	0.083	600	50	0%	89%
Vietnam	2,052	11.4%	14,000	0.015	130	30	0%	N.A.
Philippine	2,870	7.6%	10,000	0.011	270	50	80%	90%
Cambodia	1,090	8.6%	200	0.001	10	55	100%	N.A.

資料來源：Nephron Journals、日盛投顧彙整

◆ **2H18新廠將導入第二產品線，預計6個月取證：**

邦特6/2018營收1.37億元(MoM+1.3%、YoY+13.8%)，創單月歷史新高，符合日盛預期。累積1H18營收7.84億元(YoY+16%)，其中三大產品線：血液迴路管占比25%(YoY+35%)、體內導管TPU占比21%(YoY+20%)、藥用軟袋占比16%(YoY+1%)。受惠菲律賓新廠兩大客戶出貨穩定，產能利用率提升，預估2Q18毛利率43.9%，且台幣走貶業外匯兌收益，上修2Q18稅後淨利12%至1.04億元，稅後EPS 1.5元。

邦特新廠已投入6條生產線，其中夜班已開啟1條生產線，後續仍有5條可投入，血液迴路管月產能最高達5,000萬~6,000萬，目前每月營收貢獻約3,000萬左右。TPU體內導管自動化設備，第一階段已陸續完成，將提升效率及產能約30%，月產值達3,000萬元。公司預計將新廠導入第二產品線，初期鎖定呼吸科產品，由於申請菲國當地執照約需要6個月時間，故最快2H18可望取得上市許可，目前將積極與國際大廠洽談合作計畫。

表二、前 5 月產品組合及展望

品項	1H18 YoY	原因	2018年展望
血液迴路管類	35%	菲律賓兩大國際品牌客戶內銷持續成長	2H18新廠將納入第二產品線(呼吸科)
體內導管(TPU類)	20%	第一階段自動化完成，經銷商出貨持續放量	產能及效率將提升30%
藥用軟袋類	1%	因土耳其課關稅，客戶下單受影響	客戶已回購8成，2Q18成長率轉正
穿刺針類	-3%	3/2018上游供應商歲修，導致供貨不及	5/2018後原料供應恢復穩定
血管導管類	40%	經銷商穩定出貨並成長	穩定成長
外科管類	17%	經銷商穩定出貨並成長	穩定成長
關鍵零組件	20%	部分零件供菲律賓廠使用，以致出口量減少	未來提高菲律賓廠自製率
其他醫療耗材	-4%	美元貶值，造成出口金額微幅受影響	持平
總計	16%		

資料來源：邦特、日盛投顧彙整

◆ **受惠中美貿易戰，上修2018年獲利及評價：**

邦特新廠自2Q17單季獲利後，目前每月獲利約10萬美金，預計5/2018起將可全數彌補累積虧損，菲國免稅效益將正式浮現。在新產品方面，邦特自有品牌呼吸科導管，因銷售通路布局逐漸完整(原以透析科室為主)，目前每月營收貢獻約1,000萬元，並逐漸增量。

根據美國腎病協會(USRDS)公布，菲律賓為全球透析人口成長最快的國家之一，近5年YoY高達17%，僅次泰國。觀察邦特過去五年營收、獲利CAGR分別為12%、14%，在菲國2大廠洗腎通路營運商全數納入後，新廠第二個品項2H18預計取得上市許可，預估2018年獲利年增將超過3成，2019年成長潛力更大的東南亞外銷訂單亦積極開發布局當中，預估未來5年平均獲利CAGR提升至20%以上。

考量國際代工訂單穩定(中美貿易升溫後將更加顯著)及2H18導入第二產品線，上修2018年稅後淨利至4.3億元(YoY+40%)，稅後EPS 6.16元(原估6.0元)，此外2019年如越南等東協市場值得，調升至強力買進。(以近四季EPS 6.5元*PER 23倍評價)

PE 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
20180711	強力買進	150.0
20180611	買進	150.0
20180417	買進	130.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	1,407	1,420	1,662	330	348	358	384	376	408	426	453	433
營業毛利	626	604	730	134	147	157	166	159	179	190	202	185
營業費用	187	176	202	41	44	46	45	46	49	53	55	51
營業利益	439	428	528	93	103	111	121	113	131	138	147	134
營業外收支	2	-35	9	-35	8	0	-8	-8	8	1	7	0
稅前純益	441	393	537	58	111	111	113	105	139	139	154	133
稅後純益	358	304	427	48	71	92	92	83	104	115	124	107
最新股本	693	693	693	693	693	693	693	693	693	693	693	693
稅後 EPS(元)	5.17	4.39	6.16	0.70	1.03	1.33	1.33	1.20	1.50	1.66	1.80	1.54
經營效率(%)												
毛利率	44.49	42.51	43.9	40.5	42.14	43.79	43.36	42.32	43.91	44.66	44.5	42.69
營業利益率	31.18	30.15	31.78	28.21	29.6	30.97	31.55	30.17	32.02	32.33	32.38	30.88
稅前純益率	31.32	27.68	32.3	17.54	31.96	30.97	29.44	28.06	34.05	32.62	33.93	30.81
稅後純益率	25.46	21.4	25.67	14.62	20.5	25.77	23.97	22.05	25.53	27.08	27.48	24.65
YoY(%)												
營收	11.71	0.94	17.06	-5.86	-5	1.39	14.03	13.91	17.1	18.91	17.99	15.16
營業利益	19.14	-2.4	23.39	-18.03	-13.37	-1.09	28.83	21.79	26.69	24.15	21.11	17.88
稅前純益	10	-10.81	36.59	-47.33	-8.61	13.67	1.36	82.25	24.76	25.27	35.98	26.44
稅後純益	13.45	-15.16	40.41	-47.31	-29.08	14.22	7.98	71.76	45.86	24.95	35.26	28.76
QoQ(%)												
營收				-1.95	5.54	2.84	7.15	-2.05	8.5	4.42	6.32	-4.39
營業利益				-0.92	10.71	7.6	9.16	-6.34	15.16	5.44	6.49	-8.83
稅前純益				-48.07	92.29	-0.36	1.87	-6.63	31.63	0.05	10.58	-13.18
稅後純益				-43.37	47.99	29.26	-0.31	-9.92	25.67	10.72	7.92	-14.25

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	2016	2017	1Q18
流動資產	1,468	1,580	1,693
現金及約當現金	819	917	1,008
公允價值衡量金融資產	184	174	173
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	204	198	209
非流動資產	1,096	1,042	1,024
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	988	959	939
無形資產	--	--	--
資產總計	2,564	2,621	2,717
流動負債	398	394	432
短期借款	80	80	80
非流動負債	88	90	77
負債總計	486	485	509
股本	693	693	693
普通股股本	693	693	693
資本公積	384	315	315
保留盈餘	971	1,135	1,218
庫藏股票	--	--	--
股東權益	2,077	2,137	2,207
每股淨值(元)	29.98	30.83	31.85
流動比率(%)	368.66	400.63	391.89
速動比率(%)	317.43	350.51	343.52
應收帳款週轉率(%)	6.12	5.58	1.37
負債比率(%)	18.97	18.49	18.75
稅後股東權益報酬率(%)	18.02	14.42	3.82

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
繼續營業單位稅前損益	441	393	105
折舊及攤提費用	78	79	21
利息費用	3	3	1
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-4	-28	-16
存貨增減	-60	6	-11
應付帳款增減	31	-20	15
營業活動現金流量	381	337	119
公允價值衡量金融資產增減	-9	10	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	-125	-25	-7
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-153	-52	-20
短期借款增減	-79	0	0
長期借款增減	-50	30	-4
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-180	-208	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-312	-180	-5
淨現金流量	-87	98	91

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