

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4107 TT 邦特	買進 目標價 110	邦特的投資評等由強力買進調降至買進，目標價110元，潛在漲幅26%，主要理由如下： (1) 產品組合、匯率及成本提升，3Q18獲利低於預期； (2) 新廠第二產品線執照，將遞延至2Q19取得，惟自動化設備逐漸完成，有利產品競爭。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

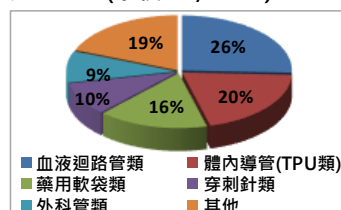
近期投資評等

11/30/2018	買進
07/11/2018	強力買進
06/11/2018	買進

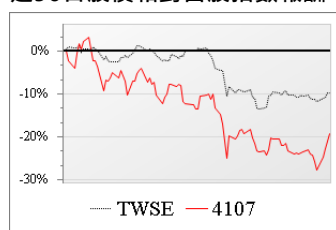
公司基本資料

收盤價(元)(11/29/2018)	87.50
股本(百萬元)	693
總市值(億元)	60.6
每股淨值(元)	31.71
外資持股比(%)	16.68
投信持股比(%)	4.78
近20日均量(張)	460
融資餘額(11/29/2018)	2,506

產品組合(累積 10/2018)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2018F	2019F	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	1,639	1,899	408	412	444	429	471	481
營業毛利	694	817	176	170	189	177	205	208
營業利益	494	585	127	119	135	127	148	149
稅後純益	405	459	113	94	115	99	109	116
稅後 EPS(元)	5.84	6.62	1.63	1.35	1.66	1.43	1.57	1.68
毛利率(%)	42.32	43	43.11	41.31	42.54	41.3	43.65	43.29
營業利益率(%)	30.15	30.8	31.09	28.92	30.43	29.49	31.43	31
稅後純益率(%)	24.71	24.17	27.79	22.78	25.92	23.1	23.14	24.2
營業收入 YoY/QoQ(%)	15.43	15.85	8.45	0.95	7.94	-3.39	9.65	2.13
營業利益 YoY/QoQ(%)	15.45	18.32	11.77	-6.08	13.55	-6.36	16.85	0.73
稅後純益 YoY/QoQ(%)	33.26	13.34	36.69	-17.26	22.85	-13.92	9.83	6.82

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 3Q18，銷售地區為台灣內銷 20%、亞洲 28%、美洲 23%、歐洲 10%、中國 12% 及非洲 7%，全球銷售布局完整且分散。

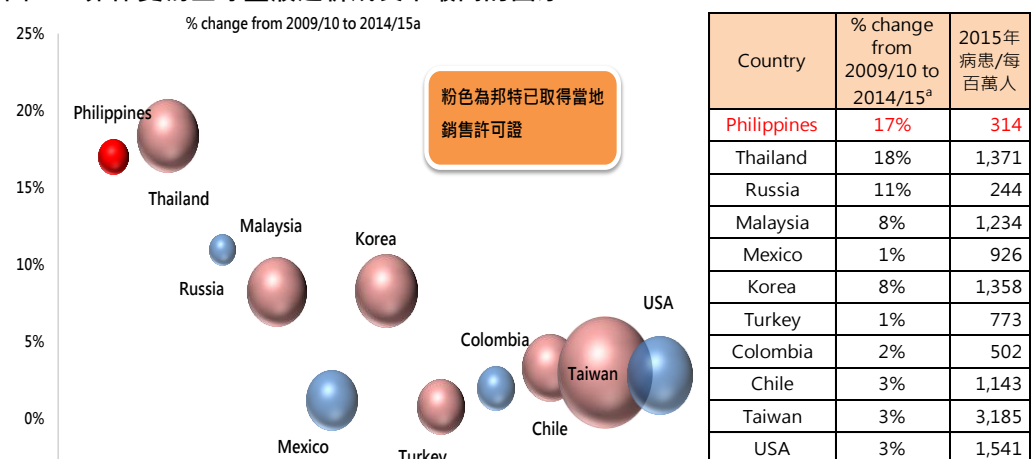
近年來邦特產品逐漸由血液透析領域，轉往單價、毛利率較高的微創手術導管，累積 10/2018 產品線包括：血液迴路管(BTS)26%、體內導管(TPU 類)20%、藥用軟袋 16%、AVF 穿刺針 10%、外科管 9%、關鍵零組件 7% 及其他 12%。其中，血液迴路管國內市佔排名第一；藥用軟袋為全世界前三大供應商；體內導管部分品項在歐洲國家市佔率超過 30%。毛利率則以 TPU 導管最高約 75%，其他管類及軟袋介於 38%~50%，AVF 穿刺針及零組件約 30%~32%，血液迴路管因屬勞力密集產品，毛利率僅 25%~28%。

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。

◆ **東協為全球洗腎人口成長最快速的區域：**

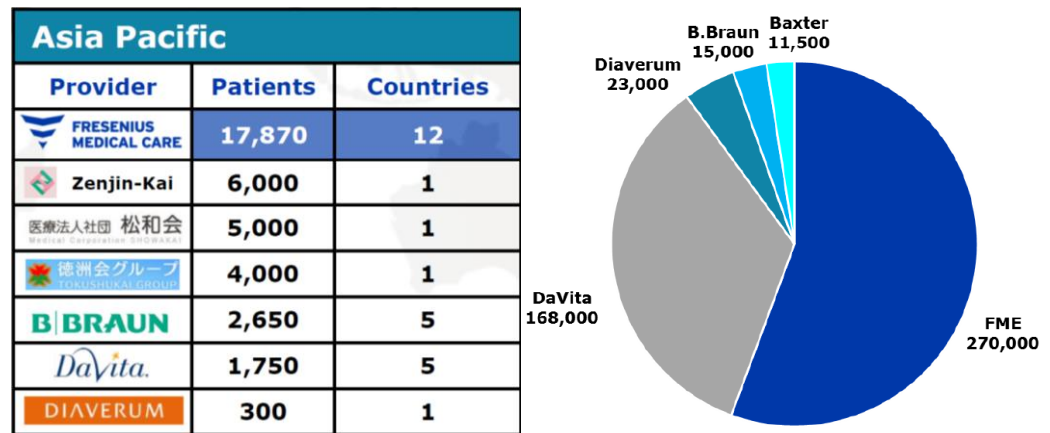
隨亞太國民所得提升，生活及飲食習慣改變，包括中國、印度、巴西等新興國家血液透析人數均快速成長。根據美國腎臟登錄系統(USRDS)2018 年公布之最新全球洗腎病患佔總人口比率(盛行率)排行表，菲律賓、泰國及馬來西亞等東協國家 2010~2015 年成長率均高於已開發國家，其中菲律賓近 5 年年複合成長率 17%，為全球洗腎人口增長最快的區域之一，僅次於泰國，遠高於歐美的 3%~5%。然而，新興市場腎病患者接受透析治療的比例僅 10%~15%，遠低於歐美地區約 80% 之水準。

圖一、菲律賓為全球血液透析成長率最高的國家



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。

圖二、亞洲地區透析領導廠商及服務人數



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(徳洲会)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。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。

◆ **新廠第二產品線執照，將遞延至 2Q19 取得：**

菲律賓內銷方面，迴路管目前已開啟 8 條產線，並支援夜班生產，每月產出可達 4,000 萬元。其中 B 公司平均每月出貨約 600 萬~700 萬，然 F 公司在菲律賓積極併購當地洗腎中心藉此擴大市場版圖，故 2019 年 F 公司對邦特下單量已超越 B 公司，將帶動迴路管銷售增長。外銷方面，管理層傾向布局印尼、越南市場，其中印尼洗腎人口約 2.5 萬人(治療比例僅 25%)，受惠官方推動洗腎補貼每次新台幣 2,000 元，且補貼次數不限(菲律賓一年補貼 90 次)。

此外，越南約有 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，目前邦特已取得相關客戶合作機會。新廠第二產品線，初期鎖定呼吸科產品，由於需補做臨床試驗，預期近期將提出執照申請，依當地申請流程約需 6 個月，推估最快 2Q19 可望取得上市許可，目前將積極與國際大廠洽談合作計畫。菲律賓內銷亦將開始推動體內導管進口產品(由宜蘭廠生產)，將尋求當地經銷商協助取得相關標案。

◆ **免稅優惠將於 4/2019 到期：**

邦特 2018 年投入 21 項總計 2.1 億元的資本支出用於自動化設備，目前執行率 50%，其中因新增 2 家軟袋新客戶，投資 7,000 萬元新增一台軟袋機，7/2018 已完成裝機，每小時產量 4,000 袋，目前軟袋已供不應求。TPU 體內導管則投入近 2,000 萬元，最大產能將由 6 萬條/月提升至 8 萬條/月，2Q19 將增加至 10 萬條/月。預估 2019 年營收 19 億元(YoY+16%)，考量產品組合及匯率因素，以及新廠免稅優惠將於 4/2019 到期，到期後將依據迴路管銷售毛利的 5%課稅，若以 2019 年每月銷售 4,000 萬元，其中 8 成來自新廠生產，當地毛利率 25%，推算將增加 500 萬所得稅。預估 2019 年稅後淨利 4.6 億元(YoY+15%)，稅後 EPS 6.62 元，維持建議買進。

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
20181130	買進	110.0
20180711	強力買進	150.0
20180611	買進	150.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年11月30日

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	1,420	1,639	1,899	358	384	376	408	412	444	429	471	481
營業毛利	604	694	817	157	166	159	176	170	189	177	205	208
營業費用	176	200	232	46	45	46	49	51	54	51	57	59
營業利益	428	494	585	111	121	113	127	119	135	127	148	149
營業外收支	-35	18	10	0	-8	-8	20	0	7	0	3	0
稅前純益	393	513	595	111	113	105	146	119	142	126	151	149
稅後純益	304	405	459	92	92	83	113	94	115	99	109	116
最新股本	693	693	693	693	693	693	693	693	693	693	693	693
稅後 EPS(元)	4.39	5.84	6.62	1.33	1.33	1.20	1.63	1.35	1.66	1.43	1.57	1.68
經營效率(%)												
毛利率	42.51	42.32	43	43.79	43.36	42.32	43.11	41.31	42.54	41.3	43.65	43.29
營業利益率	30.15	30.15	30.8	30.97	31.55	30.17	31.09	28.92	30.43	29.49	31.43	31
稅前純益率	27.68	31.28	31.33	30.97	29.44	28.06	35.91	28.85	32	29.43	32.13	31.02
稅後純益率	21.4	24.71	24.17	25.77	23.97	22.05	27.79	22.78	25.92	23.1	23.14	24.2
YoY(%)												
營收	0.94	15.43	15.85	1.39	14.03	13.91	17.05	14.9	15.74	14.16	15.42	16.77
營業利益	-2.4	15.45	18.32	-1.09	28.83	21.79	22.96	7.32	11.63	11.61	16.69	25.15
稅前純益	-10.81	30.45	16.04	13.67	1.36	82.25	31.52	7.04	25.83	19.7	3.28	25.58
稅後純益	-15.16	33.26	13.34	14.22	7.98	71.76	58.65	1.56	25.16	19.61	-3.89	24.07
QoQ(%)												
營收				2.84	7.15	-2.05	8.45	0.95	7.94	-3.39	9.65	2.13
營業利益				7.6	9.16	-6.34	11.77	-6.08	13.55	-6.36	16.85	0.73
稅前純益				-0.36	1.87	-6.63	38.77	-18.91	19.75	-11.17	19.74	-1.4
稅後純益				29.26	-0.31	-9.92	36.69	-17.26	22.85	-13.92	9.83	6.82

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	2016	2017	3Q18
流動資產	1,468	1,580	1,605
現金及約當現金	819	917	841
公允價值衡量金融資產	184	174	176
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	204	198	264
非流動資產	1,096	1,042	1,078
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	988	959	945
無形資產	--	--	--
資產總計	2,564	2,621	2,683
流動負債	398	394	424
短期借款	80	80	80
非流動負債	88	90	61
負債總計	486	485	486
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	1,182
庫藏股票	--	--	--
股東權益	2,077	2,137	2,198
每股淨值(元)	29.98	30.83	31.72
流動比率(%)	368.66	400.63	378.26
速動比率(%)	317.43	350.51	315.99
應收帳款週轉率(%)	6.12	5.58	1.37
負債比率(%)	18.97	18.49	18.1
稅後股東權益報酬率(%)	18.02	14.42	4.36

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	441	393	371
折舊及攤提費用	78	79	64
利息費用	3	3	2
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	-46
存貨增減	-60	6	-67
應付帳款增減	31	-20	25
營業活動現金流量	381	337	288
公允價值衡量金融資產增減	-9	10	-2
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	-19
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-153	-52	-97
短期借款增減	-79	0	0
長期借款增減	-50	30	-25
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-180	-208	-243
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-312	-180	-270
淨現金流量	-87	98	-76

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 11 月 30 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