

| 公司名稱 | 投資評等 | 結論及投資建議 |
|----------------|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4164 TT 承業醫 | 持有 目標價 47 | 承業醫的投資評等為持有，目標價47元，潛在漲幅14%，主要理由如下： (1)2019~2020年國內換機潮及印尼醫管加入貢獻； (2)2021~2022年IBA質子治療合約認列高峰，中長期獲利成長可期，惟目前評價合理。 |

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

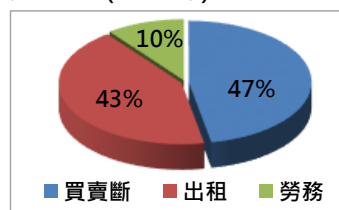
近期投資評等

| | |
|------------|-------|
| 06/03/2019 | 持有/中立 |
| 04/12/2018 | 持有/中立 |
| 08/15/2017 | 持有/中立 |

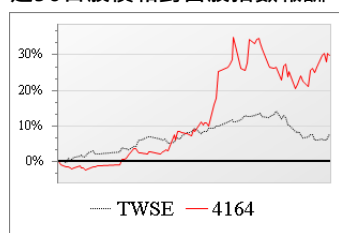
公司基本資料

| | |
|--------------------|-------|
| 收盤價(元)(05/31/2019) | 41.35 |
| 股本(百萬元) | 1,399 |
| 總市值(億元) | 57.8 |
| 每股淨值(元) | 36.02 |
| 外資持股比(%) | 31.79 |
| 投信持股比(%) | 0.01 |
| 近20日均量(張) | 687 |
| 融資餘額(05/31/2019) | 5,833 |

產品組合(2018年)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

| 單位:百萬元 | 2018 | 2019F | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 營業收入淨額 | 2,507 | 3,050 | 732 | 663 | 630 | 812 | 837 | 771 |
| 營業毛利 | 731 | 868 | 227 | 158 | 145 | 253 | 259 | 211 |
| 營業利益 | 460 | 541 | 156 | 102 | 76 | 169 | 177 | 119 |
| 稅後純益 | 323 | 391 | 99 | 84 | 60 | 124 | 125 | 82 |
| 稅後EPS(元) | 2.31 | 2.80 | 0.71 | 0.60 | 0.43 | 0.89 | 0.89 | 0.59 |
| 毛利率(%) | 29.14 | 28.45 | 30.98 | 23.92 | 22.99 | 31.18 | 30.97 | 27.3 |
| 營業利益率(%) | 18.34 | 17.72 | 21.35 | 15.4 | 12.02 | 20.78 | 21.15 | 15.45 |
| 稅後純益率(%) | 12.9 | 12.83 | 13.54 | 12.71 | 9.49 | 15.33 | 14.94 | 10.63 |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | 18.44 | 21.63 | 3.22 | -9.44 | -4.91 | 28.81 | 3.11 | -7.86 |
| 營業利益 YoY/QoQ(%) | 30.35 | 17.51 | 6.04 | -34.68 | -25.79 | 122.82 | 4.91 | -32.69 |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | -- | 20.98 | -19.28 | -14.99 | -29.04 | 108.23 | 0.5 | -34.43 |

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

重點摘要

- ◆ **1Q19稅後EPS 0.43元，優於市場預期：**承業醫1Q19稅後淨利0.6億元(YoY+245%)，稅後EPS 0.43元，略優於市場預期，係因業外認列金融資產評價利益1,500萬元。本業來看，營業利益0.76億元(YoY+39%)，符合預期。1Q19營收6.3億元(YoY+56%)，其中買賣斷收入3.3億元(YoY+223%)，主要成長來自於兩岸放射腫瘤、影像醫學、數位X光機及眼科設備銷售；租賃收入2.4億元(YoY-4%)；勞務收入0.66億元(YoY+15%)。由於買賣斷業務毛利率區間約10~20%，低於醫管業務(租賃及勞務收入)平均的40%，故1Q19毛利率較低僅23%。
- ◆ **2019~2020年國內換機潮及印尼醫管加入貢獻：**承業醫為放射腫瘤大廠Elekta國內總代理，除2019年起國內放腫設備將逐步進入換機潮外，公司持續引進Elekta新一代結合影像醫學的核磁共振直線加速器，單價約1,200萬美金，預計2H19取得TFDA許可證。海外市場因中國鼓勵國產品且賣斷毛利不佳，近年來已轉往租賃市場，目前已有3間醫院之醫管業務收入，第4間預計2Q19開始貢獻。承業並與中國當地IT與軟體見長的東軟集團成立合資公司(承業持股51%)加速中國租賃市場布局。印尼方面，Mayapada集團旗下現有3家醫院，其中1家已完成裝機，預計6/2019印尼齋戒月結束後開始營運，第2家預計2H19裝機，最快2020年加入貢獻，第3家則在圖面規劃中。以一家醫院每年治療約300個病患，平均一個療程4,000美金。若為設備投放營收分成約70~80%，營收貢獻約2,500萬元。Mayapada未來另有6間醫院規劃興建當中。
- ◆ **2021~2022年IBA質子治療合約認列高峰：**IBA質子治療進度方面，北醫(醫管合約)目前施工當中，最快2021年初展開治療。每座IBA治療室每年可治療約400位病患，以國內每個療程約新台幣70萬推估，2021年完工驗收後，潛在營收貢獻約2.8億元，承業醫將依特定比例分成。彰基則是賣斷合約，包括IBA小型質子治療設備及2台直線加速器，IBA單一治療室即超過3,000萬美金，推估總合約金額將達5,000萬美金。彰基醫療大樓將遞延至2019年底開工(原預期年初開工)，預估在2022年後認列彰基一次性收入。管理層認為，目前IBA全台潛在客戶約有3~4家，預計2019年有機會簽約第三家醫院簽約。日盛認為承業醫中長期獲利可期，預估2019年稅後淨利3.9億元(YoY+21%)，稅後EPS 2.8元，目前PER 15倍，建議持有。(以2019年PER 17倍評價)

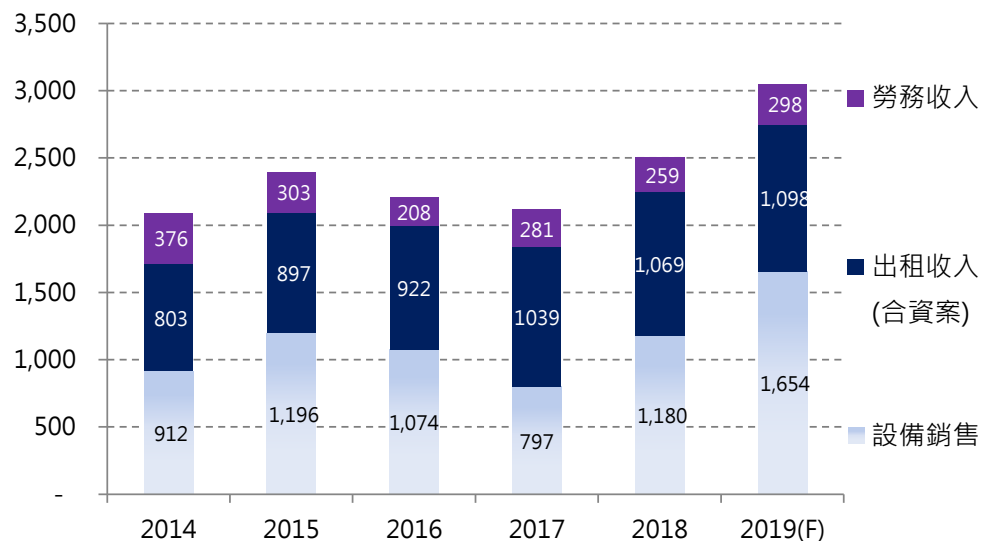
◆ 國內第一大放射腫瘤設備代理商：

承業生醫成立於 1977 年，1997 年取得全球放射腫瘤設備大廠 Elekta 之台灣總代理權，為國內第一大放腫設備代理商，新裝機市佔率高達 9 成，全台 74 家醫院的放腫中心，承業醫的三大產品 Elekta、TomoTherapy 及 Gamma Knife 計有 60 家醫院安裝使用，其中有 30 家醫院其腫瘤中心委由承業經營管理。

承業醫每年訂定兩岸目標 6~8 台放射腫瘤機台銷售或租賃，受到中國鼓勵國產製造及醫院施工進度緩慢影響，2016 年中國僅認列 2 台放射腫瘤設備，單價較低且毛利率僅 10%，2017 年則無銷售。故中國銷售策略由一次性的買賣斷收入，轉為利潤較佳的長期租賃業務(約 10~12 年)，目前已有 4 家醫院的合作案，其中第 4 家預計 2Q19 展開治療。截至 2018 年營收比重，買賣斷銷貨收入(Direct Sales)占比約 47%，主要來自放腫設備、神經科學及眼科設備等直接銷售，醫管業務則包括營業租賃(中國稱醫管)佔 43%，以及勞務收入(即維修保固合約)佔 10%，其毛利率分別為 10%~20%、30%~35%及 50%~70%。

圖一、承業醫近年產品組合

單位：百萬元



資料來源：承業醫、日盛投顧彙整

◆ 2019~2020 年國內換機潮及印尼醫管加入貢獻

承業醫為放射腫瘤大廠 Elekta 國內總代理，除 2019 年起國內放腫設備將逐步進入換機潮外，公司持續引進 Elekta 新一代結合影像醫學的核磁共振直線加速器，單價約 1,200 萬美金，預計 2H19 取得 TFDA 許可證。海外市場因中國鼓勵國產品且賣斷毛利不佳，近年來已轉往租賃市場，目前已有 3 間醫院之醫管業務收入，第 4 間預計 2Q19 開始貢獻。承業並與中國當地 IT 與軟體見長的東軟集團成立合資公司(承業持股 51%) 加速中國租賃市場布局。

印尼方面，Mayapada 集團旗下現有 3 家醫院，其中 1 家已完成裝機，預計 6/2019 印尼齋戒月結束後開始營運，第 2 家預計 2H19 裝機，最快 2020 年加入貢獻，第 3

2019年6月3日

家則在圖面規劃中。以一家醫院每年治療約 300 個病患，平均一個療程 4,000 美金。若為設備投放營收分成約 70~80%，毛利率約 40%，印尼營收、獲利貢獻分別約 2,500 萬元、1,000 萬元。Mayapada 未來另有 6 間醫院規劃興建當中。

表一、承業醫各項產品組合及營收貢獻

| 地區/項目 | 買賣斷營收 | | | | 營收分成 (租賃、醫管) | 勞務收入 |
|------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| | 放射腫瘤 | Novadaq 影像醫學 | Swissray 數位X光機 | 眼科 | | |
| 台灣 | 買賣斷 3-4台/年 | SPY 4Q14 Pin-point 1Q15 取得上市可證 | 全系列 | 博士倫、 萊卡等 | 每年3-4家醫院租賃 | 維修保固 收入 |
| 中國 | 改以租賃為主 | SPY 2014 Pin-point 1H15 取得CFDA上市許可 | 手動C型臂 (ddRElement) 全自動C型臂 (ddRFormula) 移動式 (ddRCruze) | | #1 湖南郴州第一人民醫院· 總計3台，認列醫管收入每月貢獻 70~80萬人民幣 #2 湖南澧縣第一人民醫院05/2016 正式開幕，1台設備加入營收貢獻 #3 浙江醫院 已取得配置證，並加入治療 #4 新醫院，預計最快2Q19加入貢 獻。 | 原廠升級 服務 |
| 印尼 Mayapada集團 | 初期以租賃為主 | | | | #第1家醫院預計6/2019貢獻 #第2家預計2H19裝機，2020年貢獻 #第3家醫院，目前圖面規劃中 另有6家醫院興建中 | |
| ASP | 台灣USD 300-500萬 中國USD 100-300萬 | 設備： 800-1,000萬 治療:15-25K (自費分成) 耗材：顯影劑約 1K(健保給付) | 500-600萬 | | 營收分成約70~80% 毛利率約40% | |

資料來源：承業醫、日盛投顧彙整

◆ **2021~2022 年 IBA 質子治療合約認列高峰**

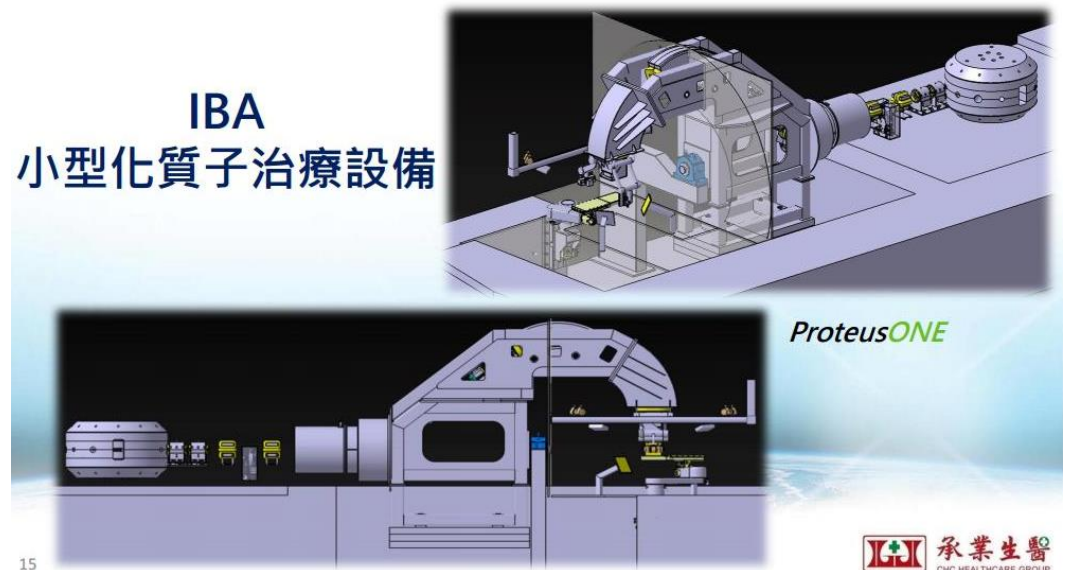
承業醫與彰基簽訂質子治療賣斷合約，包括 IBA 小型質子治療設備及 2 台直線加速器，IBA 單一治療室即超過 3,000 萬美金，推估總合約金額將達 5,000 萬美金。彰基新醫院大樓原預計 2018 年開始動工，因包含醫院基礎建設，開工時程將遞延至 2019 年底，最快 2021 年裝機，2022 年裝機完工並開始治療病患。

第二個質子治療設備合約則為北醫租賃案，1Q17 已完成醫院簽約程序，合約期間為 25 年，由於只新增質子治療設備(ProteusONE)，2018 年已動工，由於建築物工期約 16 個月，機器設備安裝+驗收需 12 個月，故預計最快 2021 年後可完工並開始治療。

國內第一個質子中心為長庚質子治療中心，設備乃採購自日商住友重機械工業，然目前全球最大的質子治療設備商為 IBA(承業醫取得國內代理)，全球超過 40 家醫院使用，5 萬名病患接受過治療，市占率約 60%。相較於傳統放療設備，質子治療的優點在於質子射束在生物體內，可以經由控制能量高低，使其在特定深度釋出大量的能量，而在穿越的路徑上只釋放出較少能量，並在腫瘤之後的區域完全沒有輻射量，經由這些特性，質子射線除能精準打擊癌細胞外，亦降低正常組織輻射劑量及副作用。

若以每座 IBA 治療室每年可治療約 400 位病患，以國內每個療程約新台幣 70 萬推估(病患須透過自費治療)，2021 年北醫租賃項目完工驗收後，潛在營收貢獻約 2.8 億元，承業醫將依特定比例分成。彰基賣斷合約部分，由於採全部完工法認列，故 2022 年驗收前，承業醫將僅有相關勞務收入。預估 2019 年勞務收入 3 億元(YoY+15%)。

圖二、IBA 小型化質子治療設備示意圖



資料來源：承業醫、日盛投顧彙整

◆ 質子投入治療時程仍有不確定性，目前評價合理：

管理層認為，目前 IBA 全台潛在客戶約有 3~4 家，預計 2019 年有機會簽約第三家醫院簽約。然日盛認為，由於質子治療設備安裝學習曲線高，且必須通過原能會輻射安檢法規(目前已送件申請)，且設備安裝完畢後，仍需進行一小型人體臨床試驗，故 2021 年開始貢獻營收仍有不確定性。

日盛認為，承業醫中長期獲利可期，預估 2019 年稅後淨利 3.9 億元(YoY+21%)，稅後 EPS 2.8 元，目前 PER 15 倍，評價相對合理，建議持有。(以 2019 年 PER 17 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 |
|----------|------|------|
| 20190603 | 持有 | 47.0 |
| 20180412 | 持有 | 40.0 |
| 20170815 | 中立 | 38.0 |

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

| 單位：百萬元 | 2017 | 2018 | 2019F | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 營業收入淨額 | 2,117 | 2,507 | 3,050 | 618 | 404 | 709 | 732 | 663 | 630 | 812 | 837 | 771 |
| 營業毛利 | 689 | 731 | 868 | 198 | 126 | 220 | 227 | 158 | 145 | 253 | 259 | 211 |
| 營業費用 | 336 | 271 | 327 | 78 | 72 | 72 | 70 | 56 | 69 | 84 | 82 | 91 |
| 營業利益 | 353 | 460 | 541 | 120 | 54 | 147 | 156 | 102 | 76 | 169 | 177 | 119 |
| 營業外收支 | -379 | -92 | -61 | -301 | -26 | -5 | -34 | -26 | 0 | -20 | -22 | -19 |
| 稅前純益 | -26 | 368 | 480 | -181 | 28 | 143 | 122 | 76 | 76 | 148 | 155 | 101 |
| 稅後純益 | -87 | 323 | 391 | -202 | 17 | 123 | 99 | 84 | 60 | 124 | 125 | 82 |
| 最新股本 | 1,399 | 1,399 | 1,399 | 1,399 | 1,399 | 1,399 | 1,399 | 1,399 | 1,399 | 1,399 | 1,399 | 1,399 |
| 稅後 EPS(元) | -0.62 | 2.31 | 2.80 | -1.44 | 0.12 | 0.88 | 0.71 | 0.60 | 0.43 | 0.89 | 0.89 | 0.59 |
| 經營效率(%) | | | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 32.53 | 29.14 | 28.45 | 31.97 | 31.16 | 30.99 | 30.98 | 23.92 | 22.99 | 31.18 | 30.97 | 27.3 |
| 營業利益率 | 16.67 | 18.34 | 17.72 | 19.42 | 13.46 | 20.78 | 21.35 | 15.4 | 12.02 | 20.78 | 21.15 | 15.45 |
| 稅前純益率 | -1.23 | 14.68 | 15.73 | -29.31 | 6.93 | 20.1 | 16.64 | 11.46 | 12.04 | 18.29 | 18.49 | 13.03 |
| 稅後純益率 | -4.09 | 12.9 | 12.83 | -32.7 | 4.29 | 17.32 | 13.54 | 12.71 | 9.49 | 15.33 | 14.94 | 10.63 |
| YoY(%) | | | | | | | | | | | | |
| 營收 | -3.99 | 18.44 | 21.63 | -23.52 | -29.44 | 52.74 | 58.4 | 7.2 | 55.87 | 14.5 | 14.38 | 16.38 |
| 營業利益 | 14.51 | 30.35 | 17.51 | -30.16 | -52.28 | 218.86 | 115.25 | -15.02 | 39.12 | 14.52 | 13.29 | 16.75 |
| 稅前純益 | -- | -- | 30.26 | -6.67 | -69.29 | 397.69 | 245.08 | -- | 170.86 | 4.16 | 27.15 | 32.39 |
| 稅後純益 | -- | -- | 20.98 | -11.6 | -76.02 | 503.31 | 336.35 | -- | 244.47 | 1.38 | 26.22 | -2.63 |
| QoQ(%) | | | | | | | | | | | | |
| 營收 | | | | 33.81 | -34.6 | 75.35 | 3.22 | -9.44 | -4.91 | 28.81 | 3.11 | -7.86 |
| 營業利益 | | | | 65.43 | -54.67 | 170.67 | 6.04 | -34.68 | -25.79 | 122.82 | 4.91 | -32.69 |
| 稅前純益 | | | | 298.11 | -- | 408.9 | -14.58 | -37.64 | -0.08 | 95.71 | 4.27 | -35.07 |
| 稅後純益 | | | | 384.86 | -- | 607.53 | -19.28 | -14.99 | -29.04 | 108.23 | 0.5 | -34.43 |

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 | 2017 | 2018 | 1Q19 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 流動資產 | 3,042 | 3,205 | 3,371 |
| 現金及約當現金 | 1,444 | 1,210 | 1,231 |
| 公允價值衡量金融資產 | 0 | 53 | 69 |
| 備供出售金融資產 | -- | -- | -- |
| 以成本衡量之金融資產 | -- | -- | -- |
| 存貨 | 290 | 490 | 693 |
| 非流動資產 | 7,551 | 7,643 | 7,680 |
| 公允價值衡量金融資產 | 1 | 0 | 0 |
| 不動產、廠房及設備 | 4,609 | 4,753 | 4,680 |
| 無形資產 | 162 | 162 | 162 |
| 資產總計 | 10,593 | 10,848 | 11,051 |
| 流動負債 | 1,804 | 1,353 | 1,959 |
| 短期借款 | 642 | 687 | 695 |
| 非流動負債 | 3,875 | 4,361 | 3,893 |
| 負債總計 | 5,679 | 5,714 | 5,851 |
| 股本 | 1,399 | 1,399 | 1,399 |
| 普通股股本 | 1,399 | 1,399 | 1,399 |
| 資本公積 | 2,927 | 2,930 | 2,931 |
| 保留盈餘 | 620 | 1,042 | 1,101 |
| 庫藏股票 | 0 | -35 | -35 |
| 股東權益 | 4,914 | 5,134 | 5,200 |
| 每股淨值(元) | 35.12 | 35.79 | 36.27 |
| 流動比率(%) | 168.65 | 236.84 | 172.12 |
| 速動比率(%) | 133.22 | 166.66 | 114.03 |
| 應收帳款週轉率(%) | 2.49 | 2.76 | 0.69 |
| 負債比率(%) | 53.61 | 52.68 | 52.95 |
| 稅後股東權益報酬率(%) | -1.75 | 6.54 | 1.19 |

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

| 單位：百萬元 | 2017 | 2018 | 1Q19 |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| 繼續營業單位稅前損益 | -26 | 368 | 76 |
| 折舊及攤提費用 | 432 | 429 | 103 |
| 利息費用 | 64 | 73 | 19 |
| 股利收入 | -- | -- | -- |
| 權益法認列關聯企業損益 | 8 | 5 | 2 |
| 處分不動產、廠房及設備 | 0 | 0 | 3 |
| 處分權益法之投資損益 | 0 | 0 | 0 |
| 未實現外幣兌換損益 | -- | -- | -- |
| 應收帳款增減 | -18 | 6 | 91 |
| 存貨增減 | -75 | -182 | -200 |
| 應付帳款增減 | -50 | 77 | 36 |
| 營業活動現金流量 | 294 | 391 | 33 |
| 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 | -21 | -9 | -- |
| 取得不動產、廠房及設備 | -238 | -362 | -124 |
| 處分不動產、廠房及設備 | 0 | 1 | 71 |
| 投資活動現金流量 | -813 | -406 | -102 |
| 短期借款增減 | 291 | 55 | 9 |
| 長期借款增減 | 131 | 106 | 75 |
| 公司債發行 | 1,200 | 0 | -- |
| 公司債償還 | -694 | -320 | -- |
| 現金增資 | -- | -- | -- |
| 發放現金股利 | -140 | -154 | -- |
| 庫藏股票增減 | 0 | -35 | -- |
| 籌資活動現金流量 | 786 | -188 | 87 |
| 淨現金流量 | 281 | -235 | 22 |

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年6月3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 |