

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4746 TT 台耀	中立 目標價 60	台耀的投資評等維持中立，目標價60元，主要理由如下： 降膽固醇磷酸鹽上游原料上漲，且4Q17出貨低價UV產品，下修4Q17獲利；2018年Polymer競爭對手恐增加產能，維他命D衍生物受到競爭，短期營運動能轉弱。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

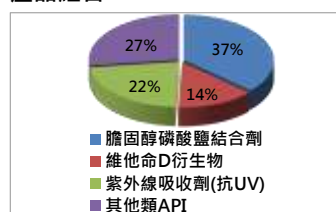
近期投資評等

01/30/2018	持有/中立
08/11/2017	持有/中立
03/10/2017	買進

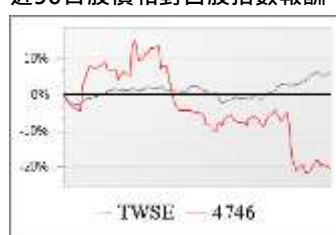
公司基本資料

收盤價(元)(01/29/2018)	58.80
股本(百萬元)	930
總市值(億元)	54.7
每股淨值(元)	33.56
外資持股比(%)	7.49
投信持股比(%)	1.96
近20日均量(張)	931
融資餘額(01/29/2018)	6,280

產品組合



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	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F
營業收入淨額	2,539	2,924	668	626	668	585	759	741
營業毛利	1,008	1,119	314	222	213	219	292	310
營業利益	388	430	147	57	62	83	102	135
稅後純益	264	326	120	39	54	46	76	100
稅後 EPS(元)	2.83	3.50	1.29	0.42	0.58	0.49	0.82	1.07
毛利率(%)	39.69	38.26	46.97	35.42	31.94	37.42	38.41	41.83
營業利益率(%)	15.27	14.69	22.04	9.16	9.28	14.24	13.48	18.2
稅後純益率(%)	10.38	11.14	17.92	6.22	8.03	7.84	10.05	13.46
營業收入 YoY/QoQ(%)	-20.39	15.16	15.81	-6.23	6.67	-12.44	29.78	-2.42
營業利益 YoY/QoQ(%)	-41.58	10.84	21.63	-61.03	8.14	34.3	22.81	31.77
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-45.46	23.5	132.77	-67.44	37.68	-14.49	66.32	30.7

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **缺料因素使磷酸鹽利用率降低，抗UV低價清庫存，下修4Q17獲利：**台耀4Q17營收6.68億元(YoY-14.4%)，低於預期，年衰退係因中國環保因素，10/2017降磷酸鹽結合劑(Sevelamer)上游原料供應商無預警停工，缺料導致出貨排程受到影響。此外，維他命D衍生物主要產品Paricalcitol受到同類產品Doxercalciferol替代，台耀為Paricalcitol學名藥廠最大API供應商，故出貨受到影響。由於4Q17台耀將抗UV庫存以低價出清，使低毛利率UV出貨佔比提升至13%(QoQ+9ppts)，日盛預估4Q17毛利率31.9%，稅後淨利0.54億元(YoY-61%)，稅後EPS 0.58元。考量缺料及競爭因素，下修2017年稅後淨利至2.64億元(YoY-46%)，稅後EPS 2.83元。
- ◆ **Polymer競爭對手恐增加產能，維他命D衍生物受到競爭：**展望2018年，polymer部分，磷酸鹽結合劑(Carbonate)已有5家學名藥廠取得藥證，其中印度大廠Aurobindo率先於6/13/2017取證，除供應自家製劑使用外，亦外售API給競爭對手，目前市佔率約20%。台耀API客戶則有2.5家，包括DR REDDYS(09/29/2017取證)、IMPAX(10/23/2017)，以及另一家同時由台耀與競爭對手Aurobindo供應的學名藥廠，為確保供料無虞，研判該客戶後續將轉為向台耀採購。另外，針對磷酸鹽結合劑(Hydrochloride)以及降膽固醇(Colesevelam)，客戶端仍預計1H18取證，Colesevelam原廠年需求約200噸，全球市值約8億美金，約為Sevelamer的3~4成。雖目前僅原廠及兩家原料藥廠可供應polymer商業化批量，然考量Aurobindo可能積極擴充產能，預估2018年polymer營收16.3億元(YoY+24.7%)；維他命D衍生物方面，雖台耀亦有出貨有Doxercalciferol，但出貨單價(ASP)較低。此外，雖有Calcipotriol(牛皮癬)出貨，以及新學名藥產品Eldecalcitol出貨日本客戶，仍無法彌補Paricalcitol營收下滑，預估2018年維他命D衍生物營收3.1億元(YoY+1.3%)。
- ◆ **投入下游製劑，合併子公司研發費用增加：**受到通路、學名藥集中度提升，台耀除將進一步增加CDMO業務人力配置，也預計將向下游製劑整合，預計將投入約8.6億元興建針劑廠，包含一般線及高活性產線(High potency)，最慢1H20末投產，預估潛在產值貢獻約15億元。預估台耀2018年營收29.2億元(YoY+15.2%)，由於台耀polymer上游原料，先前僅由兩家大陸廠商供應，目前已有其他國家供應商認證當中，因安定性試驗需6個月，故毛利率將待2Q18後趨穩，預估毛利率38%(YoY-2ppts)。此外，台耀全資子公司台新藥於8/2017併購日本Activus公司，預期2018年將增加8個月的研發費用。預估2018年稅後淨利3.3億元(YoY+23.5%)，稅後EPS 3.5元，目前PER約17倍，考量4Q17獲利及1H18營運展望不佳，維持中立。

◆ 台耀為國內紫外線吸收劑及原料藥生產廠：

台耀成立於1995年，主要從事原料藥(API)及紫外線吸收劑(抗UV)研發與生產銷售。其中，膽固醇磷酸鹽結合劑為全球僅次於原廠最大供應商。台耀2017年營收25.4億元(YoY-20.4%)，其中API營收23.8億元(YoY-4%)，抗UV營收1.6億元(YoY-77%)。

就產品組合來看，抗UV佔比由2016年同期的22%降為6%，原料藥佔比由78%提升至94%。其中膽固醇磷酸鹽結合劑YoY+12%、維他命D衍生物YoY-31%、消炎止痛劑YoY-17%、中樞神經系統用藥YoY-28%、呼吸系統用藥YoY+15%、抗癌活性成份YoY-10%。毛利率方面，以維他命D衍生物最高約65%，其次則為膽固醇磷酸鹽結合劑約57%。主要轉投資包括開發蛋白質與生物相似藥(Bio-similar)的台康生技，以及癌症新藥開發的全資子公司台新藥，台新藥於8/2017宣布併購日本Activus百分之百股權，取得奈米技術平臺，並策略性投資6492 TT 生華科、4187 TT 得榮。

表一、台耀主力產品現有產能及擴廠計畫

單位：美元/噸

全球市值	台耀2017年總產能	原廠	學名藥(75%)	台耀預估潛在需求	附註	上市時程
Sevelamer 磷酸鹽結合劑 2.2B	Sevelamer Carbonate (Car) 碳酸根	450噸	340噸	目前取得約5成 市佔率約170噸	已有5家美國學名藥廠取得藥證；其中台耀客戶DR REDDYS市佔率約3成，IMPAX約2成；競爭對手印度學名藥大廠Aurobindo，市佔率約2成。預估台耀客戶市佔率約5成。	6/2017
	Sevelamer Hydrochloride (Hcl) 鹽酸	120噸 (歐洲約80噸)	90噸 (歐洲約60噸)	歐洲60噸(100%) +其他非法規市場 40噸，合計100噸	台耀歐洲學名藥客戶唯一取證，上市滿3年；美國尚無學名藥廠取得藥證。	1H18
Colesevelam 膽固醇結合劑 0.8B	Colesevelam Hcl	200噸	150噸	假設取得7成市佔率 約100噸	美國尚無學名藥廠取得藥證。台耀目前擁有8~9個客戶	1H18
合計3B	400噸(理論)	800噸	600噸	370噸	台耀於3Q17增加13~15%總產能達400噸；預計2018年將以提升產率為主。	

資料來源：台耀、日盛投顧彙整

◆ 2018年膽固醇磷酸鹽結合劑以提升產率為主：

台耀聚合物(Polymer)有三個產品項，磷酸鹽結合劑(Sevelamer Hydrochloride)已於歐洲上市，加上非法規市場，合計年出貨量約100噸。

磷酸鹽結合劑(Sevelamer Carbonate)，已有5家學名藥廠取得美國ANDA藥證，其中印度大廠Aurobindo率先於6/13/2017取證，除供應自家製劑使用外，亦外售API給競爭對手，目前市佔率約20%。台耀學名藥客戶則有2.5家，包括DR REDDYS(09/29/2017取證)、IMPAX(10/23/2017)，以及另一家同時由台耀與競爭對手Aurobindo供應的學名藥廠，為確保供料無虞，研判該客戶後續將轉為向台耀採購。

另外，針對磷酸鹽結合劑(Sevelamer Hydrochloride)以及降膽固醇(Colesevelam)，客戶端仍預計1H18取證美國ANDA藥證。Colesevelam原廠年需求約200噸，全球市值約8億美金，約為Sevelamer的3~4成。雖目前除原廠外，僅兩家原料藥廠可供應

2018年1月30日

polymer商業化批量，然考量Aurobindo為印度前三大藥廠，取證時間領先，並具有原料整合至製劑的垂直整合優勢，因原廠藥物Renagel®、Renvela®截至2Q17學名藥上市前仍持續增長，YoY+16.8%，故預期終端市場需求暢旺，Aurobindo未來不排除積極擴充polymer產能，預估台耀2018年polymer營收16.3億元(YoY+24.7%)；根據日盛推算，假設Colesevelam客戶端於1H18順利取證，其三項產品總計聚合物年需求量約370噸，台耀聚合物產能於3Q17擴產13%~15%後，目前Polymer年產能約400噸(理論值，惟實際產量，仍需視原料、產率及市場需求而定)，足以滿足潛在市場需求。故2018年將以提升產率為主，不再進行產能擴充。

◆ 維他命 D 衍生物受產品替代，營收展望持平：

台耀維他命D衍生物擁有至少6項產品，過去五年維持15%~20%年增長，然2017年Paricalcitol(原廠藥物Zemplar®，用於治療腎功能衰竭病患所引起的副甲狀腺亢進)，受到同類產品Doxercalciferol(原廠藥物Hectorol®，用於治療腎功能衰竭病患所引起的副甲狀腺亢進)，台耀目前為Paricalcitol學名藥最大API供應商，雖台耀亦有出貨有Doxercalciferol，但出貨單價(ASP)較低。此外，雖有Calcipotriol(牛皮癬)出貨，以及新學名藥產品Eldecalcitol出貨日本客戶，仍無法彌補Paricalcitol營收下滑，預估2018年維他命D衍生物營收3.1億元(YoY+1.3%)。

低毛利UV產品則因競爭力較低，2017年營收僅1.6億元，較2016年同期減少約77%，目前台耀已與日本第一大化妝品品牌合作開發新一代UVA產品，預計2020年商業化量產，潛在市場產值約1.2億元。惟短期雖受惠中國生產成本提高，仍具有較高不確定性。

◆ 原料成本待2Q18穩定，投入下游製劑，合併子公司研發費用增加：

受到通路、學名藥集中度提升，台耀除將進一步增加CDMO業務人力配置，也預計將向下游製劑整合，預計將投入約8.6億元興建針劑廠，包含一般線及高活性產線(High potency)，最慢1H20末投產，預估潛在產值貢獻約15億元。預估台耀2018年營收29.2億元(YoY+15.2%)，由於台耀polymer上游原料，先前僅由兩家大陸廠商供應，目前已有其他國家供應商認證當中，因安定性試驗需6個月，故毛利率將待2Q18後趨穩，預估毛利率38%(YoY-2ppts)。此外，台耀全資子公司台新藥於8/2017併購日本Activus公司，預期2018年將增加8個月的研發費用。預估2018年稅後淨利3.3億元(YoY+23.5%)，稅後EPS 3.5元，目前PER約17倍，考量4Q17獲利及1H18營運展望不佳，維持中立。

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
20180130	持有/中立	60.0
20170811	持有/中立	84.0
20170310	買進	110.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年1月30日

## 損益表

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F
營業收入淨額	3,189	2,539	2,924	768	780	577	668	626	668	585	759	741
營業毛利	1,257	1,008	1,119	308	299	259	314	222	213	219	292	310
營業費用	594	620	689	143	149	138	167	164	151	136	189	175
營業利益	663	388	430	165	151	121	147	57	62	83	102	135
營業外收支	-51	-44	-14	-40	19	-59	14	-4	5	-28	1	-6
稅前純益	612	343	416	125	170	62	161	54	67	55	103	129
稅後純益	483	264	326	96	137	51	120	39	54	46	76	100
最新股本	930	930	930	930	930	930	930	930	930	930	930	930
稅後 EPS(元)	5.20	2.83	3.50	1.04	1.47	0.55	1.29	0.42	0.58	0.49	0.82	1.07
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	39.43	39.69	38.26	40.1	38.36	44.9	46.97	35.42	31.94	37.42	38.41	41.83
營業利益率	20.8	15.27	14.69	21.51	19.31	20.98	22.04	9.16	9.28	14.24	13.48	18.2
稅前純益率	19.2	13.51	14.23	16.25	21.79	10.7	24.13	8.57	9.96	9.41	13.58	17.44
稅後純益率	15.16	10.38	11.14	12.54	17.56	8.91	17.92	6.22	8.03	7.84	10.05	13.46
<b>YoY(%)</b>												
營收	22.82	-20.39	15.16	7.74	-10.38	-22.48	-25.54	-18.45	-14.38	1.43	13.66	18.28
營業利益	103.77	-41.58	10.84	96.11	15.42	-22.34	-23.23	-65.27	-58.84	-31.16	-30.49	135.01
稅前純益	78.09	-43.96	21.25	-7.89	27.19	-51.16	-15.69	-56.98	-60.85	-10.76	-36.03	140.55
稅後純益	71.2	-45.46	23.5	-15.33	24.01	-50.66	-18.02	-59.53	-60.85	-10.76	-36.24	155.92
<b>QoQ(%)</b>												
營收				-14.38	1.59	-26.08	15.81	-6.23	6.67	-12.44	29.78	-2.42
營業利益				-13.84	-8.77	-19.69	21.63	-61.03	8.14	34.3	22.81	31.77
稅前純益				-34.71	36.22	-63.72	161.29	-66.69	23.95	-17.29	87.29	25.29
稅後純益				-34.04	42.32	-62.48	132.77	-67.44	37.68	-14.49	66.32	30.7

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	2,563	2,243	2,287
現金及約當現金	419	347	557
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	1,113	932	950
非流動資產	3,893	4,491	4,596
公允價值衡量金融資產	--	0	15
不動產、廠房及設備	2,640	2,901	3,038
無形資產	22	24	282
資產總計	6,456	6,734	6,884
流動負債	1,893	1,931	2,200
短期借款	847	399	788
非流動負債	1,101	699	713
負債總計	2,994	2,631	2,913
股本	875	887	930
普通股股本	875	887	930
資本公積	1,589	1,678	1,984
保留盈餘	508	814	756
庫藏股票	--	--	--
股東權益	3,462	4,104	3,971
每股淨值(元)	39.58	46.25	42.7
流動比率(%)	135.41	116.13	103.99
速動比率(%)	72.14	64.37	56.78
應收帳款週轉率(%)	3.19	3.52	0.89
負債比率(%)	46.37	39.07	42.31
稅後股東權益報酬率(%)	8.69	12.78	0.98

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	344	612	277
折舊及攤提費用	231	265	206
利息費用	33	32	17
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	0	0	0
處分不動產、廠房及設備	1	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	-233	50	183
存貨增減	-155	180	-17
應付帳款增減	51	27	-104
營業活動現金流量	255	1,110	365
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	-392	-420	-299
處分不動產、廠房及設備	0	0	--
投資活動現金流量	-473	-569	-517
短期借款增減	180	-448	389
長期借款增減	224	11	244
公司債發行	--	--	--
公司債償還	-3	0	-55
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-169	-175	-268
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	232	-612	361
淨現金流量	14	-71	209

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年1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