

永豐金證券股份有限公司等包銷杏國新藥股份有限公司

初次上櫃前公開承銷之普通股股票銷售辦法公告 股票代號：4192

(本案適用公開申購倍數彈性調整公開申購數量規定，並適用掛牌後首五日無漲跌幅限制之規定)

永豐金證券股份有限公司等共同辦理杏國新藥股份有限公司(以下簡稱杏國或該公司)普通股股票初次上櫃承銷案(以下簡稱本次承銷案)公開銷售之總股數為6,712仟股，其中5,837仟股以現金增資發行新股對外辦理公開銷售，875仟股由杏國協調股東提供已發行普通股股票供主辦證券承銷商進行過額配售(依「中華民國證券商業同業公會承銷商辦理初次上市(櫃)案件承銷作業應行注意事項要點」之規定)，其實際過額配售數量視繳款情形認定。本承銷案業已於103年10月20日完成詢價團購及公開申購作業，依「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第二十一條之一規定，公開申購配售比率為50%，共計2,920仟股，其餘50%共計2,917仟股以詢價團購方式辦理公開銷售。

茲將銷售辦法公告於後：

一、承銷商名稱、地址、總承銷數量、證券承銷商先行保留自行認購數量及詢價團購或公開申購配售數量：

證券承銷商名稱	地址	詢價團購 包銷仟股	公開申購 包銷仟股	預計過額 配售仟股	總承銷 數量
永豐金證券股份有限公司	台北市博愛路17號5樓	2,257	2,420	875	5,552
華南永昌綜合證券股份有限公司	台北市民生東路四段54號5樓	500	500	—	1,000
台灣工銀證券股份有限公司	台北市堤頂大道二段99號7樓	50	—	—	50
元大寶來證券股份有限公司	台北市敦化南路一段66號11樓	50	—	—	50
富邦綜合證券股份有限公司	台北市仁愛路四段169號21樓	30	—	—	30
元富證券股份有限公司	台北市敦化南路二段97號22樓	30	—	—	30
合計		2,917	2,920	875	6,712

二、承銷價格及團購處理費：

(一)承銷價格：每股新台幣86元整(每股面額新台幣壹拾元整)。

(二)團購保證金：本承銷案預收團購保證金，每張(仟股)交保證金新台幣15,000元整。

(三)團購處理費：獲配售團購人應繳交獲配股數每股至少2元之團購處理費(即團購處理費＝獲配售股數×至少2元)。

三、本案適用掛牌後首5交易日無漲跌幅限制之規定，投資人應注意交易之風險。

四、初次上櫃承銷案件，主辦承銷商執行過額配售及價格穩定措施之相關資訊及發行公司股東自願送存集保股數占上櫃掛牌資本額之比例及自願送存集保期間：

(一)依據「中華民國證券商業同業公會承銷商辦理初次上市(櫃)案件承銷作業應行注意事項要點」之規定，主辦證券商已與杏國簽定「過額配售協議書」，由杏國股東提出對外公開銷售股數之14.99%，計875仟股已發行普通股股票供主辦證券承銷商進行過額配售，主辦承銷商負責規劃及執行穩定價格操作，以穩定承銷價格。

(二)特定股東限制：依據「中華民國證券商業同業公會承銷商辦理初次上市(櫃)案件承銷作業應行注意事項要點」之規定，除依規定提出強制集保外，並由杏國協調特定股東提出其所持有之已發行普通股股票計3,560,500股，佔上櫃掛牌時擬發行股份總額58,367,000股之6.10%，於掛牌三個月內自願送存臺灣集中保管結算所股份有限公司集保並不得賣出，以維持承銷價格穩定。

五、申購(認購)數量限制：

(一)公開申購數量：每一銷售單位為一仟股，每人限購一單位(若超過一仟股，即全數取消申購資格)。

(二)詢價團購：

1.證券承銷商依實際承銷價格並參酌其詢價團購彙總情形決定受配投資人名單及數量。受配投資人就該實際承銷價格及認購數量為承諾者，並應於規定期限內繳足股款。

2.團購數量以仟股為單位，惟視公開申購配售額度調整每一團購人認購數量上限。如公開申購額度為30%(含)以下，專業投資機構(係指國內外之銀行、保險公司、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、共同基金、單位信託、投資信託及信託業)、大陸地區機構投資人實際認購數量，最低團購數量為1仟股，最高認購數量不得超過各承銷商實際承銷數量合計數671仟股，其他團購人(係指除專業投資機構、大陸地區機構投資人外之其他法人及自然人)實際認購數量，最低團購數量為1仟股，最高認購數量不得超過各承銷商實際承銷數量合計數335仟股。另如公開申購額度為超過30%以上，專業投資機構、大陸地區機構投資人實際認購數量，最低團購數量為1仟股，最高認購數量不得超過各承銷商實際承銷數量合計數335仟股，其他團購人實際認購數量，最低團購數量為1仟股，最高認購數量不得超過各承銷商實際承銷數量合計數134仟股。

3.承銷商於配售股票時，應依據「中華民國證券商業同業公會證券承銷商詢價團購配售辦法」辦理。

六、公開說明書之分送、揭露及取閱地點：

(一)有關杏國之財務及營運情形已詳載於公開說明書，請至辦理股票過戶機構永豐金證券股務代理部(台北市博愛路17號3

樓)、承銷團成員之營業處所索取，或上網至公開資訊觀測站(mops.twse.com.tw)及主、協辦承銷商網站免費查詢，網址：永豐金證券股份有限公司(www.sinotrade.com.tw)、華南永昌綜合證券股份有限公司(www.entrust.com.tw)、台灣工銀證券股份有限公司(www.ibts.com.tw)、元大寶來證券股份有限公司(www.yuanta.com.tw)、富邦綜合證券股份有限公司(www.fubon.com)及元富證券股份有限公司(www.masterlink.com.tw)。歡迎來函附回郵四十一元之中型信封洽該公司股務代理機構永豐金證券股務代理部(台北市博愛路17號3樓)索取。

本案公開說明書陳列處如下：

臺灣證券交易所	台北市信義路5段7號3樓
財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心	台北市羅斯福路2段100號15樓
中華民國證券商業同業公會	台北市復興南路2段268號6樓
中華民國證券暨期貨市場發展基金會	台北市南海路3號9樓

(二)配售及申購結束後，承銷商應將「公開說明書」、「中籤通知書」或「配售通知」以限時掛號寄發中籤人及獲配售圈購人。

七、通知及(扣)繳交股款日期與方式：

(一)詢價圈購部分：

1.本承銷案採預收圈購保證金方式，保證金繳款截止日為103年10月20日，另獲配售圈購人其尾款繳款截止日為103年10月23日。

2.獲配售圈購人如未足額繳交股款及圈購處理費，視同自動放棄認購權利，且證券承銷商就該投資人認購保證金得沒入之，原獲配額度將由承銷商洽特定人認購。未受配投資人之認購保證金於圈購截止日後次三營業日(103年10月23日)之銀行營業時間內，無息退回至未受配投資人所填寫之退款人帳戶。

(二)公開申購部份：

申購處理費、中籤通知郵寄工本費及認購價款扣繳日為103年10月21日(扣款時點以銀行實際作業為準)。

(三)實際承銷價格訂定之日期為103年10月21日。

八、有價證券發放日期、方式與特別注意事項：

(一)杏國於股款募集完成後，通知集保結算所於103年10月28日將股票直接劃撥至認購人指定之集保帳戶，並於當日上櫃(實際上櫃日期以發行公司及櫃買中心公告為準)。

(二)認購人帳號有誤或其他原因致無法劃撥時，認購人須立即與所承購之承銷商辦理後續相關事宜。

九、公開申購期間：申購期間業已於103年10月16日起至103年10月20日完成。

十、未中籤人之退款作業：對於未中籤人之退款作業，將於公開抽籤日次一營業日(103年10月23日)上午十點前，依證交所電腦資料，將中籤通知郵寄工本費及認購價款退還未中籤申購人(均不加計利息)，惟申購處理費不予退回。

十一、中籤人如有退款之必要者：本案採同時辦理詢價圈購及公開申購配售作業，如實際承銷價格低於詢價圈購價格上限者，將於公開抽籤日次一營業日之上午十時前，依證交所電腦資料，將中籤之申購人依詢價圈購價格上限繳交申購有價證券價款者與實際承銷價格計算之申購有價證券之差額，不加計利息予以退回。

十二、申購及中籤名冊之查詢管道：

(一)可參加公開抽籤之合格清冊，將併同不合格清冊，於公開抽籤日，備置於收件經紀商(限所受申購部分)，臺灣證券交易所股份有限公司及主辦承銷商營業處所，以供申購人查閱。

(二)申購人可以向原投件證券經紀商查閱中籤資料，亦可以透過臺灣集中保管結算所股份有限公司電話語音系統查詢是否中籤，但使用此系統前，申購人應先向證券經紀商申請查詢密碼，相關查詢事宜如后：

1.當地電話號碼七碼或八碼地區(含金門)，請撥412-1111或412-6666，撥通後再輸入服務代碼#111

2.當地電話號碼六碼地區請撥41-1111或41-6666，撥通後再輸入服務代碼#111

3.中籤通知郵寄工本費每件50元整。

十三、有價證券預定上櫃日期：103年10月28日(實際上櫃日期以發行公司及櫃買中心公告為準)

十四、投資人應詳閱本銷售辦法、公開說明書及相關財務資料，並對本普通股股票之投資風險自行審慎評估，杏國及各證券承銷商均未對本普通股股票上櫃後價格為任何聲明、保證或干涉，其相關風險及報酬均由投資人自行負擔。如欲知其他財務資料可參閱發行公司網址：www.syncorebio.com

十五、財務報告如有不實，應由發行公司及簽證會計師依法負責。

十六、特別注意事項：

(一)認購人於認購後、有價證券發放前死亡者，其繼承人領取時，應憑原認購人死亡證明書、繼承人之國民身分證正本(未滿十四歲之未成年人，得以戶口名簿正本及法定代理人國民身分證正本代之)、繼承系統表、戶籍謄本(全戶及分戶)、繼承人印鑑證明(未成年人應加法定代理人印鑑證明)、遺產稅證明書，繼承人中有拋棄繼承者應另附經法院備查之有價證券繼承拋棄同意書及其他有關文件辦理。

(二)若於中籤後發現有中籤人未開立或事後註銷交易戶、款項劃撥銀行帳戶或集中保管帳戶情事，致後續作業無法執行者，應取消其中籤資格。

(三)證券交易市場因天然災害或其他原因致集中交易市場休市時，有關申購截止日、公開抽籤日、處理費、中籤通知郵寄工本費或價款之繳存、扣繳、解交、匯款等作業及其後續作業順延至次一營業日辦理；另如係部分縣(市)停止上班，考量天災係不可抗力之事由，無法歸責證券商，投資人仍應注意相關之風險。

十七、該股票奉准上櫃以後之價格，應由證券市場買賣雙方供需情況決定，承銷商及發行公司不予干涉。

十八、會計師最近三年度財務資料之查核簽證意見：

年度	會計師事務所	會計師姓名	查核簽證意見
100年度	鼎信聯合會計師事務所	譚 清、張亞荃	無保留意見
101年度	鼎信聯合會計師事務所	譚 清、張亞荃	無保留意見
102年度	鼎信聯合會計師事務所	譚 清、張亞荃	無保留意見
103年上半年度	鼎信聯合會計師事務所	譚 清、張亞荃	無保留意見

十九、承銷價格決定方式(如附件一)：

承銷價格之議定主要係由主辦承銷商考量杏國之所處產業、市場環境、同業之市場交易狀況等因素，及參酌股價淨值比法及最近一個月興櫃市場之平均成交價，並依「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第三十條規定，參考詢圖狀況及主、協辦承銷商之研究報告等與杏國共同議定之。

二十、律師法律意見書(如附件二)。

二十一、證券承銷商評估報告總結意見(如附件三)。

二十二、金融監督管理委員會或中華民國證券商業同業公會規定應行揭露事項：無。

二十三、其他為保護公益及投資人應補充揭露事項：詳見公開說明書。

【附件一】股票承銷價格計算書

一、承銷總股數說明

(一)已發行股份總數

杏國新藥股份有限公司(以下簡稱杏國或該公司)申請上櫃時之已發行股數為51,500仟股，每股面額新台幣10元，計實收資本額為新台幣(以下同)515,000仟元。該公司擬於股票初次申請上櫃經主管機關審查通過後，預計辦理現金增資發行新股6,867仟股作為股票公開承銷作業之用，預計股票上櫃掛牌時之實收資本額為583,670仟元。

(二)承銷股數及來源

該公司本次申請股票上櫃，爰依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第四條之規定，採用現金增資發行新股方式辦理上櫃前之公開承銷作業，並依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對公開發行公司申請股票櫃檯買賣應委託推薦證券商辦理承銷規定」第二條及第六條規定，應至少提出擬上櫃股份總額10%委託推薦證券商辦理承銷。因此該公司預計以現金增資發行新股6,867仟股，並依公司法第267條之規定，保留發行股份之15%，預計為1,030仟股予員工認購，其餘5,837仟股則依證券交易法第28-1條規定排除公司法第267條第3項原股東優先認購之適用，全數辦理上櫃前公開承銷。

(三)過額配售

該公司爰依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第四條及「中華民國證券商業同業公會承銷商辦理初次上市(櫃)案件承銷作業應行注意事項要點」第二點之規定，經103年3月4日董事會通過授權董事長與推薦證券商簽訂「已發行股份配合股票初次上櫃過額配售協議書」，協議提出委託推薦證券商辦理公開承銷股數之15%額度內，計875仟股供推薦證券商辦理過額配售，惟主辦承銷商得依市場需求決定過額配售數量。

(四)股權分散

截至103年5月29日止，該公司內部人及該等內部人持股逾百分之五十之法人以外之持流通股記名股東人數993人，且其所持股份總額合計23,594,331股，占已發行股份總額51,500仟股之45.81%，其所持股份總額合計已占發行股份總額百分之二十以上或逾一仟萬股，符合股權分散標準。

(五)綜上所述，該公司依擬上櫃股份總額百分之十計算應提出公開承銷之股數，擬辦理現金增資發行新股6,867仟股，扣除依公司法規定保留15%予員工優先認購之1,030仟股後，餘5,837仟股依據「證券交易法」第28-1條規定，經股東會決議通過由原股東全數放棄認購以辦理上櫃前公開承銷作業。另本推薦證券商已與該公司簽訂過額配售協議書，由該公司協調其股東提出對外公開承銷股數百分之十五之額度範圍內，供主辦承銷商辦理過額配售及價格穩定作業，惟本推薦證券商得依市場需求決定過額配售數量。

二、具體說明申請公司與推薦證券商共同訂定承銷價格之依據及方式

(一)承銷價格訂定所採用的方法、原則或計算方式及與適用國際慣用之市場基礎法、成本法及收益基礎法之比較

1.承銷價格訂定所採用之方法、原則及計算方式

股票價值的評估方法有很多種，各種方法皆有其優缺點，評估之結果亦有所差異，目前市場上常用之股票評價方法包括市場基礎法、成本法及收益基礎法。市場基礎法，如本益比法(Price/Earnings ratio, P/E ratio)、股價淨值比法(Price/Book value ratio, P/B ratio)，係透過已公開的資訊與整個市場、產業性質相近的同業及被評價公司之歷史軌跡比較，作為評量企業價值的基礎，再根據被評價公司本身與採樣公司間之差異進行溢價的調整；成本法，如帳面價值法(Book Value Method)則以帳面之歷史成本資料為公司價值評估之基礎；收益基礎法，主要係以未來現金流量之折現總和(Discounted Cash Flow Method)來評估企業價值。茲就各種公司價值評估辦法比較說明如下：

項目	本益比法	股價淨值比法	帳面價值法	收益基礎法
計算方式	依據公司之財務資料，計算每股帳面盈餘，並以上市櫃公司或產業性質相近的同業平均本益比估算股價，最後再調整溢價或折價以反應與類似公司不同之處。	依據公司之財務資料，計算每股帳面淨值，比較上市櫃公司或產業性質相近的同業平均股價淨值比估算股價，最後再調整溢價或折價以反應與類似公司不同之處。	以帳面之歷史成本資料為公司價值評定之基礎，即以資產負債表帳面資產總額減去帳面負債總額，並考量資產及負債之市場價格而進行帳面價值之調整。	根據公司預估之獲利及現金流量，以涵蓋風險的折現率來折算現金流量，同時考慮實質現金及貨幣之時間價值。
優點	1.具經濟效益與時效性，為一般投資人投資股票最常用之參考依據。 2.市場價格資料較易取得。	1.淨值係長期且穩定之指標，盈餘為負數時之另一種評估選擇。 2.淨值與市場價格資料容易取得。	1.資料取得容易。 2.使用財務報表之資料，較客觀公正。	1.符合學理上對價值的推論，能依不同變數預期來評價公司。 2.較不受會計原則或會計政策不同影響，且可反應企業之永續經營價值。 3.考量企業之成長性及風險。
缺點	1.盈餘品質易受會計方法之選擇而受影響。 2.企業每股盈餘為負值或接近於零時不適用。 3.使用歷史性財務資訊，無法反應公司未來之績效。	1.帳面價值易受會計方法之選擇而受影響。 2.使用歷史性財務資訊，無法反應公司未來之績效。	1.資產帳面價值與市場價值差距甚大。 2.未考量公司經營成效之優劣。	1.程式繁瑣，需估計大量變數，花費成本大且不確定性高。 2.投資者不易瞭解現金流量觀念。
適用時機	評估風險水準、股利政策及成長率穩定的公司。	評估產業具有獲利波動幅度大之特性的公司。	評估如公營事業或傳統產業類股。	1.可取得公司詳細的現金流量與資金成本的預測資訊時。 2.企業經營穩定，無鉅額資本支出。

由於該公司目前尚處於虧損狀態，因此在股價評價上較不適用以每股盈餘為評價基礎之本益比法；另收益基礎法，其未來數年的盈餘及現金流量均屬估算價格時必要之基礎，然因預測期間太長，因難度相對較高且資料未必準確，因此估算結果較無法合理表達公司應有的價值；而目前市場上投資人對於虧損的公司多採以淨值為基礎的股價淨值比法或帳面價值法作為評價方式，故考量該公司行業特性，本次以股價淨值比法作為承銷價格訂定所採用的方法應屬較佳之評價模式。

2. 承銷價格計算方法比較

股價評估之方法有很多種，各有其優劣，評估的結果亦有所差異，目前市場上常用的股價評價方式包括市價基礎法之本益比法及股價淨值比法、成本法之帳面價值法以及收益基礎法等。

(1) 市場基礎法

A. 本益比法

係參考被評價公司之盈餘水準，與市場上之同業盈餘進行比較，再參考同業之市場價格及流動性、知名度、公司規模等進行折溢價調整，因其乃以同業已公開之市場資訊作為基礎，客觀易懂又能貼近市場價值，是目前市場上最常用亦最為投資人接受之價格評定方式。但本益比法在比較基礎上，係以盈餘做為計算基礎，若盈餘為負值，則無法計算出合理價格，由於該公司100~102年度及103年度第二季之稅後淨利仍為虧損，以本益比法評估似無法反應該公司真實價值，故不擬採用本益比法。

B. 股價淨值比法

該公司103年第二季經會計師核閱之財務報告所列股東權益總額為483,248仟元，以股本51,500仟股計算，每股淨值為9.38元，參下表得知，採樣同業及上櫃同業類股之股價淨值比在2.31~10.51倍之間，其最近三個月之

平均股價淨值比在2.39~9.37倍之間，考量懷特平均股價淨值比低於同業平均不予列入比較外，採樣同業之平均股價淨值比在3.91~9.37倍之間，故該公司之參考股價區間約為36.68~87.89元。

項目 公司	期間	月平均 收盤價	103年6月底每股淨 值(元)	股價淨值比(倍)
智 擎	103年7月	281.09	26.74	10.51
	103年8月	226.33		8.46
	103年9月	244.02		9.13
	平均	250.48		9.37
台微體	103年7月	277.36	61.56	4.51
	103年8月	219.93		3.57
	103年9月	225.19		3.66
	平均	240.83		3.91
懷 特	103年7月	40.43	15.88	2.55
	103年8月	36.68		2.31
	103年9月	36.84		2.32
	平均	37.98		2.39
上櫃同業類股	103年7月	—	—	4.63
	103年8月	—		4.31
	103年9月	—		4.37
	平均	—		4.44

資料來源:103年第二季經會計師核閱之財務報告、證券交易所及櫃檯買賣中心

(2)成本法

成本法係為帳面價值法(Book Value Method)，帳面價值乃是投資人對公司請求權價值之總和，包含債權人、普通股投資人及特別股投資人等，其中股票投資者對公司之請求權價值係公司資產總額扣除負債總額之淨資產價值。此種評價方式係以歷史成本為計算之依據，將忽略通貨膨脹因素且無法表達資產實際經濟價值，並深受財務報表採行之會計原則與方法影響，將可能低估成長型公司之企業價值，因此國際上以成本法評價初次上市(櫃)公司之企業價值者不多見。以該公司103年第二季經會計師核閱之財務報告淨值483,248仟元，依當期股本51,500仟股計算之每股淨值為9.38元，遠低於該公司最近一個月(103/9/22~103/10/20)興櫃市場平均成交價格99.38元，顯然不甚合理，故本推薦證券商不予採用此種評價方法。

(3)收益基礎法

收益基礎法係以公司預估未來產生之現金流量折現總和合計數認定為股東權益價值，加上現金、長短期投資金額扣除融資負債現值為公司價值再除以流通在外股數以計算每股之價值。收益基礎法係以未來各期所創造現金流量之折現值合計數認定為股東權益價值，由於未來之現金流量無法精確掌握，評價方法所使用之相關參數，如未來營收成長率、邊際利潤率、資本支出之假設較為樂觀，在永續經營假設下，產業快速變化之特性使對未來之預估更具不確定性，較無法合理評估公司應有之價值，故在未來現金流量及加權平均資金成本無法精確掌握情況下，且相關參數之參考價值相對較為主觀之情形下，國內實務較少採用，故本推薦證券商不擬採用此方法。

(二)申請公司與已上市櫃同業之財務狀況、獲利情形及本益比之比較情形

目前國內上市櫃掛牌公司中並無產品技術組合與該公司完全相同之同業公司，經檢視上市櫃掛牌公司中同屬生技醫療產業之同業，並考量經營模式、產品性質、營業規模等方面之相似性，選取同屬新藥研發公司之上櫃公司智擎生技製藥股份有限公司(簡稱智擎)、上櫃公司台灣微脂體股份有限公司(簡稱台微體)及上市公司懷特生技新藥股份有限公司(簡稱懷特)為該公司採樣比較之同業。採樣同業中，智擎及台微體均為近期掛牌並有抗癌藥物進入臨床階段之新藥研發公司，智擎主要產品PEP02為利用奈米技術開發抗癌藥CPT-11之微脂體製劑，可應用於胰臟癌、大腸直腸癌、胃癌、肺癌與腦癌；台微體產品則包含Lipo-Dox、Doxisome及Lipotecan等多項應用脂質藥物傳輸技術之抗癌新藥及學名藥等；懷特則係國內第一家生技新藥上市公司，主要從事植物藥的研發及生產、中藥材銷售，旗下並有多支研發中新藥。茲就該公司與採樣同業財務狀況、獲利情形及本益比比較說明如下。

1.財務狀況

分析項目	年度 公司名稱	100 年底	101 年底	102 年底	103 年第二季
		ROC GAAP	IFRSs		
負債占資產比率(%)	杏國	5.90	6.26	4.87	3.92
	智擎	2.46	0.71	0.94	0.55

分析項目	年度 公司名稱	100 年底	101 年底	102 年底	103 年第二季
		ROC GAAP	IFRSs		
	台微體	30.63	20.17	4.08	3.92
	懷特	5.30	3.50	3.00	3.59
長期資金占 不動產、廠房及設備比率 (%)	杏國	4,281.41	2,824.73	2,504.28	2,477.55
	智擎	52,997.43	212,210.64	560,452.16	610,791.82
	台微體	469.45	825.10	1,972.84	1,869.13
	懷特	315.24	537.24	542.51	516.58

資料來源：杏國及各採樣公司100~102年度及103年第二季經會計師查核簽證或核閱之財務報告

該公司100~102年底及103年第二季底之負債占資產比率分別為5.90%、6.26%、4.87%及3.92%，101年負債占資產比率較100年提高，主係因該公司101年研發專利費用增加，致應付金額較高所致；102年則因該公司辦理增資，現金增加441,600仟元，故使負債占資產比率較101年降低。與同業採樣公司相較，該公司各期負債占資產比率雖較智擎及懷特高，但該公司無金融機構借款，且負債比率皆未逾10%，是以該公司之負債占資產比率應尚屬合理。

該公司100~102年底及103年第二季底長期資金占不動產、廠房及設備比率分別為4,281.41%、2,824.73%、2,504.28%及2,477.55%，該公司因係以新藥開發為主要營業項目，尚無購進大量生產與營業設備，故該項比率皆高於100%，顯示該公司長期資金足以支應資金之需求。該公司101年底長期資金占不動產、廠房及設備比率較100年降低，主係因該公司101年辦公室裝修，不動產、廠房及設備金額增加所致，其餘各期比率則變動不大。與同業採樣公司相較僅較智擎低，故該公司各期長期資金占不動產、廠房及設備比率尚屬合理。

整體而言，該公司最近期及最近三個會計年度之負債占資產比率逐漸降低，長期資金占不動產、廠房及設備比率皆高於100%，顯示該公司之財務結構應尚稱健全允當。

2.獲利情形

分析項目	年度 公司名稱	100 年底	101 年底	102 年底	103 年第二季
		ROC GAAP	IFRSs		
	杏國	(34.70)	(43.34)	(27.57)	(39.13)
權益報酬率 (%)	智擎	81.64	4.33	(5.41)	(2.77)
	台微體	(58.37)	(30.24)	(17.88)	(30.93)
	懷特	(10.82)	(5.16)	(6.96)	(11.80)
營業利益占 實收資本額比率 (%)	杏國	(18.42)	(17.53)	(21.09)	(39.17)
	智擎	30.15	5.38	(13.90)	(9.31)
	台微體	(57.58)	(43.38)	(73.33)	(99.92)
	懷特	(14.57)	(8.46)	(14.69)	(20.27)
稅前純益占 實收資本額比率 (%)	杏國	(16.19)	(23.00)	(20.63)	(39.23)
	智擎	32.60	5.31	(11.74)	(7.45)
	台微體	(55.39)	(42.72)	(73.33)	(95.17)
	懷特	(14.20)	(6.88)	(11.75)	(19.24)
純益率 (%)	杏國	不適用	不適用	(13,924.86)	(4,481.52)
	智擎	89.27	26.57	(315.10)	(440.00)
	台微體	(277.36)	(78.20)	(252.75)	(347.31)
	懷特	(118.09)	(63.02)	(132.61)	(284.23)
每股盈餘(元)	杏國	(2.45)	(3.02)	(2.23)	(1.96)
	智擎	4.01	0.57	(1.26)	(0.37)
	台微體	(7.30)	(4.78)	(8.22)	(4.78)
	懷特	(1.28)	(0.76)	(1.12)	(0.90)

資料來源：杏國及各採樣公司100~102年度及103年第二季經會計師查核簽證或核閱之財務報告

該公司100~102年及103年第二季之權益報酬率分別為(34.70)%、(43.34)%、(27.57)%及(39.13)%，營業利益占實收資本額比率分別為(18.42)%、(17.53)%、(21.09)%及(39.17)%，稅前純益占實收資本額比率分別為(16.19)%、(23.00)%、(20.63)%及(39.23)%，每股盈餘分別為(2.45)元、(3.02)元、(2.23)元及(1.96)元，102年及103年前二季之純益率分別為(13,924.86)%及(4,481.52)%。

該公司最近期及最近三個會計年度之各項獲利能力指標皆為負數，係因該公司為生技藥物研發公司，主要收入來源為新藥研發技術授權金及權利金收入，惟該公司目前除了已上市Veregen[®] 酚瑞淨藥膏外，其他產品皆仍處於開發或臨床實驗階段，目前Veregen[®] 酚瑞淨僅有藥品銷售收入，並無授權金收入，然該項收入尚不足以支應該公司營運及研發所需費用及支出，故使該公司最近期及最近三個會計年度皆呈現虧損狀態，因Veregen[®] 酚瑞淨已於102年底上市銷售，且隨著市場接受度逐漸提升，帶動產品銷售情形，該公司102年及103年前二季之營業收入呈現逐步上升趨勢，且隨著該公司持續推動老年性黃斑部病變眼藥水進行二/三期臨床試驗，及治療三陰性乳癌之研發及授權規劃等，該公司各項新藥研發效益將可逐步顯現，進而挹注營收，改善該公司之獲利能力。與同業採樣公司相較，除智擎於100及101年度因其抗癌用藥PEP02之授權金收入自100年起貢獻獲利故使其有獲利外，其餘期間台微體及懷特亦同樣呈現虧損狀況。

整體而言，生技公司於新藥開發未完成前多呈現虧損狀態，致該公司最近期及最近三個會計年度之經營能力顯有不足，然隨著該公司各項研發中新藥之持續開發，未來應可逐步提升該公司之獲利能力。

3.本益比

單位：倍

月份/公司	智擎	台微體	懷特	上櫃大盤	上櫃生技醫療類
103年7月	N/A	N/A	N/A	29.48	84.55
103年8月	N/A	N/A	N/A	27.82	103.31
103年9月	N/A	N/A	N/A	27.44	105.29
平均本益比	N/A	N/A	N/A	28.25	97.72

資料來源：台灣證券交易所及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站

該公司與採樣同業均屬新藥開發或生技製藥相關公司，主要著重未來新藥的研發潛力，因目前均屬於虧損狀態，故無法計算本益比。

(三)所議定之承銷價若參考財務專家意見或鑑價機構之鑑價報告者，應說明該專家意見或鑑價報告內容及結論

本推薦證券商與該公司共同議定股票公開承銷價格並未委請財務專家出具意見或委託鑑定機構出具鑑價報告，故本項評估並不適用。

(四)申請公司於興櫃市場掛牌之最近一個月平均股價及成交量資料

彙整該公司最近一個月於興櫃市場交易買賣總成交量及平均成交價格如下表所示：

單位：新台幣元；股

月份	當月均價(元)	成交量(股)
103年9月22日至10月20日	99.38	2,752,179

資料來源：財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站

該公司102年8月29日於興櫃市場掛牌，最近一個月(103/9/22~103/10/20)之月平均股價及成交量分別為99.38元及2,752,179股。

(五)推薦證券商就其與申請公司所共同議定承銷價格合理性之評估意見

綜上所述，經考量該公司未來經營績效、所屬產業、市場環境、同業之市場交易狀況等因素後，本推薦證券商為能計算合理、客觀及具市場性之承銷價格，乃以市場基礎法中之股價淨值比法作為該公司承銷價格參考依據，由於股價淨值比法已考量該公司之財務狀況、股票流通性，暨市場對同業的認同度標準，應已具有市場性。依該公司103年第二季之每股淨值9.38元，參酌採樣同業及上櫃同業類股之股價淨值比在2.31~10.51倍之間，最近三個月之平均股價淨值比則在2.39~9.37倍之間；考量懷特平均股價淨值比低於同業平均不予列入比較外，採樣同業之平均股價淨值比在3.91~9.37倍之間，故該公司之參考股價區間約為36.68~87.89元；另參酌其最近一個月興櫃市場之平均成交價為99.38元，並考量興櫃市場流動性不足之風險後，本推薦證券商與該公司共同議定之承銷價格為每股新台幣86元，故本次公開承銷之價格應尚屬合理。

發行公司：杏國新藥股份有限公司	董事長：李志文
主辦證券商：永豐金證券股份有限公司	代表人：黃敏助
協辦證券商：華南永昌綜合證券股份有限公司	代表人：陳錦峰
台灣工銀證券股份有限公司	代表人：趙凱韻
元大寶來證券股份有限公司	代表人：賀鳴珩
富邦綜合證券股份有限公司	代表人：許仁壽
元富證券股份有限公司	代表人：陳俊宏

杏國新藥股份有限公司本次為募集與發行普通股6,867,000股，每股面額新臺幣10元，依面額計本次募集與發行總金額新臺幣68,670,000元，向金融監督管理委員會提出申報。經本律師採取必要審核程序，包括實地瞭解，與公司董事、經理人及相關人員面談或舉行會議，蒐集、整理、查證公司議事錄、重要契約及其他相關文件、資料，並參酌相關專家之意見等。特依「發行人募集與發行有價證券處理準則」規定，出具本律師法律意見書。

依本律師意見，杏國新藥股份有限公司本次向金融監督管理委員會提出之法律事項檢查表所載事項，並未發現有違反法令致影響有價證券募集與發行之情事。

審查人：遠東聯合法律事務所

邱雅文律師

【附件三】承銷商總結意見

杏國新藥股份有限公司本次為辦理公開募集現金增資發行普通股6,867仟股，每股面額新台幣壹拾元整，總金額為新台幣68,670仟元，依法向金融監督管理委員會提出申報。業經本承銷商採用必要之輔導及評估程序，包括實地了解杏國新藥股份有限公司之營運狀況，與公司董事、經理人、及其他相關人員面談或舉行會議，蒐集、整理、查證及比較分析相關資料等，予以審慎評估。特依金融監督管理委員會「發行人募集與發行有價證券處理準則」及中華民國證券商業同業公會「發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」及「證券承銷商受託辦理發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告之評估查核程序」規定，出具本承銷商總結意見。

依本承銷商之意見，杏國新藥股份有限公司本次募集與發行有價證券符合「發行人募集與發行有價證券處理準則」及相關法令之規定，暨其計畫具可行性及必要性，其資金用途、進度及預計可能產生效益亦具合理性。

審查人：永豐金證券股份有限公司

負 責 人：黃敏助

承銷部門主管：林文雄