

# 華夏

(1305.TW/1305 TT)

## 增加持股 · 維持

收盤價 July 12 (NT\$)	22.40
12 個月目標價 (NT\$)	27.00
前次目標價 (NT\$)	31.00
調降 (%)	12.9
上漲空間 (%)	20.5

## 焦點內容

我們認為此波 PVC 價格跌勢已結束，至 3Q-4Q23 將再啟動下一波漲勢。建議投資人逢低布局該股。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	13.02 / 415.6
流通在外股數 (百萬股)：	581
外資持有股數 (百萬股)：	58.32
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.91
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	19.10 - 29.20

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-16.9	-21.1	-13.4
相對表現 (%)	-23.4	-36.2	-35

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.78A	(0.15)A	(1.17)A	(0.09)A
2023	0.40A	(0.05)F	0.18F	0.43F
2024	0.51F	0.57F	0.58F	0.55F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

**請即投票**

## 凱基投顧

許家源  
886.2.2181.8707  
tom.hsu@kgi.com

黃柏瑞  
886.2.2181.8706  
Barry.Huang@kgi.com  
重要免責聲明，詳見最終頁

## PVC 價格漲勢將再起

### 重要訊息

PVC 價格自 3 月上旬的 US\$900/mt 下跌至 7 月上旬的 US\$755/mt，我們認為此波跌勢已結束，至 3Q-4Q23 將再啟動下一波漲勢。

### 評論及分析

**供給端積極調整。**PVC 業者自 2Q23 起已積極下修供給，且我們認為此情勢將延續至 3Q23，帶動 PVC 價格止跌上漲：(1) 美國業者進行歲修，並將氯鹼工廠降載、MEG 工廠升載下，3Q23 PVC 工廠亦難以恢復滿載；(2) 美國業者增加對歐洲市場出口，3Q23 對亞洲市場出口詢單減少；(3) 煤能源成本高昂，中國外購電石的電石法 PVC 生產成本約當 US\$810/mt、仍高於現貨價；(4) 東亞裂解廠延長歲修，支撐乙烯價格落底。

**靜待需求回溫。**反映中國需求放緩造成 2Q23 PVC 價格跌勢延長，我們將華夏 2Q-3Q23 EPS 預估下修至 -0.05 元、0.18 元，並將 2023-24 年 EPS 預估下修至 0.97 元、2.21 元。華夏在 2Q23 去庫存期間仍維持 90% 以上稼動，以因應 7 月歲修期間的產能損失、及 2H23 補庫存商機。

### 投資建議

反映需求復甦速度不如預期，使本波 PVC 上升循環至 2024 年方將啟動，我們下修目標價至 27 元，相當於 2024 年預估每股淨值 18 元的 1.5 倍(自 2023 年預估每股淨值 18 元的 1.7 倍)，維持「增加持股」評等。我們認為華夏 2Q23 起獲利年增的趨勢仍存，建議投資人逢低布局該股。

### 投資風險

原油價格暴跌、原物料需求弱於預期。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	13,733	20,222	17,637	14,131	16,798
營業毛利 (NT\$百萬)	3,359	5,040	678	2,109	2,991
營業利益 (NT\$百萬)	2,154	3,317	(984)	759	1,691
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,634	2,469	(370)	562	1,287
每股盈餘 (NT\$)	2.95	4.25	(0.64)	0.97	2.21
每股現金股利 (NT\$)	1.80	2.50	0.30	0.50	1.20
每股盈餘成長率 (%)	142.2	43.9	(115.0)	0.0	128.8
本益比 (x)	7.6	5.3	N.A.	23.1	10.1
股價淨值比 (x)	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	4.0	3.1	N.A.	9.8	5.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	21.4	23.3	13.7
殖利率 (%)	8.0	11.2	1.3	2.2	5.4
股東權益報酬率 (%)	18.2	23.7	(3.6)	5.8	12.4

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: PVC-EDC/乙炔利差在 2Q23 谷底徘徊

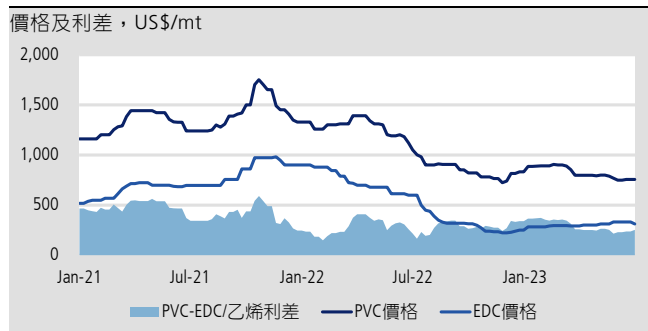


圖 2: 華夏 3Q23 起將重回獲利

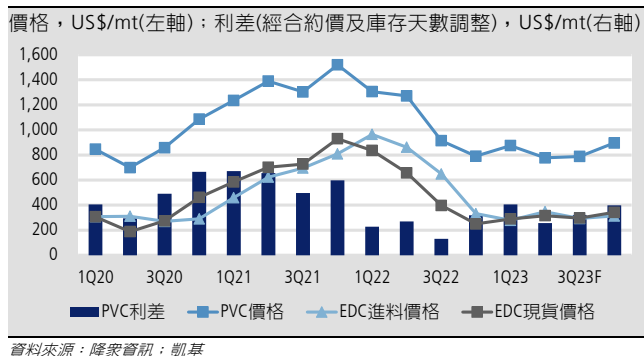


圖 3：2Q-3Q23 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2Q23F							3Q23F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	3,341	4,291	(22.1)	(11.6)	(31.0)	3,505	(4.7)	3,426	4,634	(26.1)	2.5	(14.0)	3,670	(6.6)
毛利	290	868	(66.5)	(58.5)	16.4	514	(43.5)	462	998	(53.7)	59.1	-	598	(22.7)
營業利益	(47)	518	-	-	-	215	-	124	648	(80.8)	-	-	283	(56.1)
稅前淨利	(33)	530	-	-	-	218	-	133	666	(80.0)	-	-	287	(53.7)
稅後淨利	(27)	392	-	-	-	146	-	106	488	(78.2)	-	-	213	(50.0)
每股盈餘 (元)	(0.05)	0.67	-	-	-	0.25	-	0.18	0.84	(78.2)	-	-	0.37	(50.0)
毛利率 (%)	8.7	20.2	(11.5)ppts	(9.8)ppts	3.5 ppts	14.7	(6.0)ppts	13.5	21.5	(8.1)ppts	4.8 ppts	28.1 ppts	16.3	(2.8)ppts
營利率 (%)	(1.4)	12.1	(13.5)ppts	(11.4)ppts	2.3 ppts	6.1	(7.5)ppts	3.6	14.0	(10.4)ppts	5.0 ppts	28.1 ppts	7.7	(4.1)ppts
淨利率 (%)	(0.8)	9.1	(9.9)ppts	(6.9)ppts	1.0 ppts	4.2	(5.0)ppts	3.1	10.5	(7.4)ppts	3.9 ppts	20.2 ppts	5.8	(2.7)ppts

資料來源：凱基

圖 4：2023-24 年財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	14,131	17,162	(17.7)	(19.9)	14,817	(4.6)	16,798	17,928	(6.3)	18.9	15,278	10.0
毛利	2,109	3,460	(39.1)	211.0	2,534	(16.8)	2,991	3,455	(13.4)	41.8	2,964	0.9
營業利益	759	2,060	(63.2)	(177.1)	1,287	(41.0)	1,691	2,105	(19.7)	122.8	1,667	1.4
稅前獲利	783	2,114	(63.0)	(251.3)	1,304	(40.0)	1,736	2,159	(19.6)	121.8	1,710	1.5
稅後淨利	562	1,564	(64.0)	(251.9)	937	(39.9)	1,287	1,600	(19.6)	128.8	1,274	1.0
每股盈餘 (元)	0.97	2.69	(64.0)	(251.9)	1.61	(39.9)	2.21	2.75	(19.6)	128.8	2.19	1.0
毛利率 (%)	14.9	20.2	(5.2)ppts	11.1 ppts	17.1	(2.2)ppts	17.8	19.3	(1.5)ppts	2.9 ppts	19.4	(1.6)ppts
營利率 (%)	5.4	12.0	(6.6)ppts	11.0 ppts	8.7	(3.3)ppts	10.1	11.7	(1.7)ppts	4.7 ppts	10.9	(0.8)ppts
淨利率 (%)	4.0	9.1	(5.1)ppts	6.1 ppts	6.3	(2.3)ppts	7.7	8.9	(1.3)ppts	3.7 ppts	8.3	(0.7)ppts

資料來源：凱基

圖 5：ROE 復甦將推升股票評價

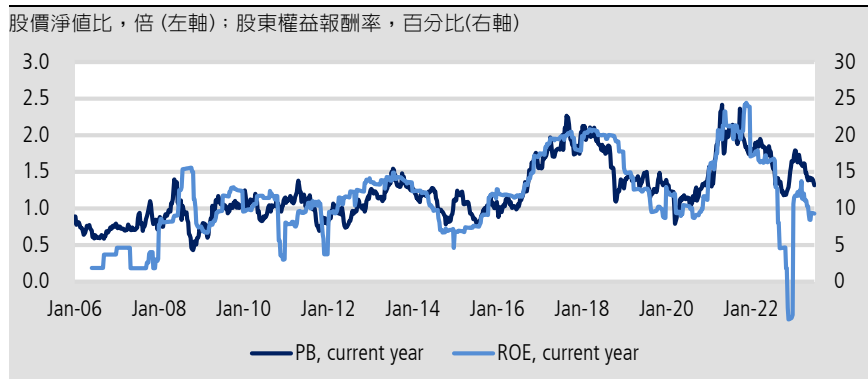


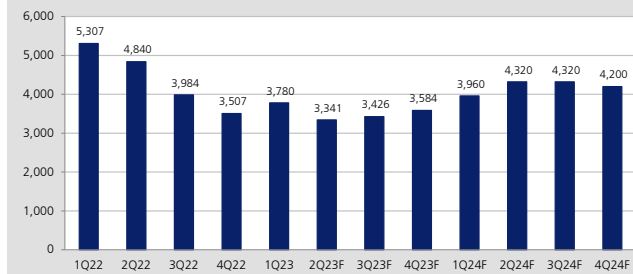
圖 6: 公司概況

華夏成立於 1964 年，為台聚集團中的乙烯法 PVC 業者，主要生產基地位於高雄林園、苗栗頭份，自中油購買乙烯、中東及北美進口 EDC 料源，一貫化生產產品包含 VCM、PVC 與 PVC 二次加工品、三次加工品。VCM 業務乃藉轉投資台氣 87.2% 股權經營。

資料來源：凱基

圖 8: 季營業收入

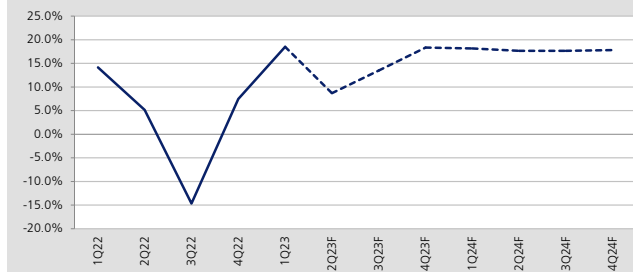
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 毛利率

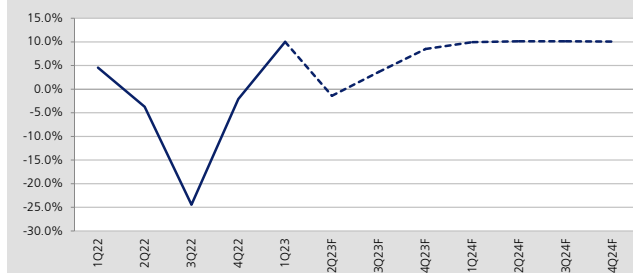
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 營業利潤率

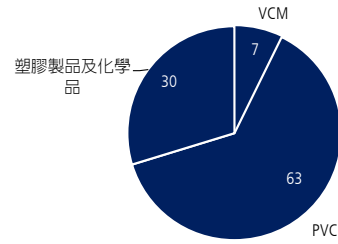
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 7: PVC、VCM 為主要產品

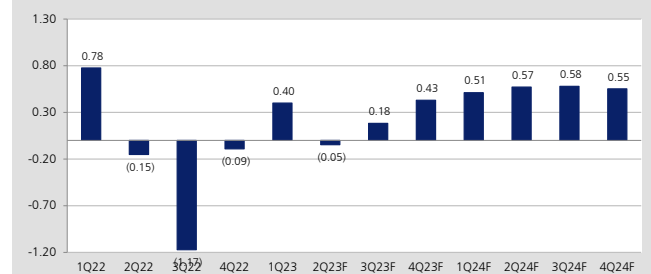
營收比重(不含內部撥轉)，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 每股盈利

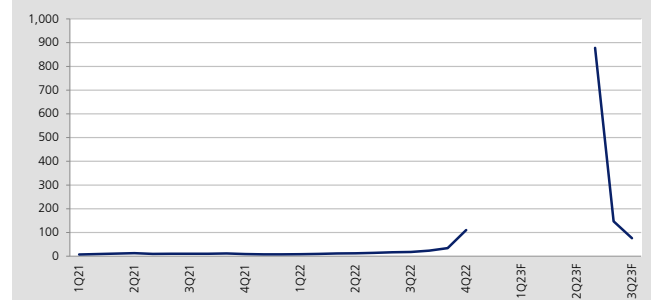
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 本益比

本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,780	3,341	3,426	3,584	3,960	4,320	4,320	4,200	17,637	14,131	16,798
營業成本	(3,080)	(3,051)	(2,964)	(2,927)	(3,241)	(3,557)	(3,557)	(3,452)	(16,959)	(12,022)	(13,808)
營業毛利	700	290	462	657	718	762	762	748	678	2,109	2,991
營業費用	(322)	(338)	(338)	(353)	(325)	(325)	(325)	(325)	(1,663)	(1,350)	(1,300)
營業利益	378	(47)	124	304	393	437	437	423	(984)	759	1,691
折舊	(175)	(188)	(188)	(200)	(188)	(188)	(188)	(188)	(697)	(750)	(750)
攤提	(5)	(5)	(5)	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	(18)	(18)	(18)
EBITDA	557	145	316	508	585	629	629	615	(269)	1,527	2,459
利息收入	5	4	4	3	3	3	3	3	10	15	10
投資利益淨額	-	5	10	10	5	5	10	5	19	25	25
其他營業外收入	19	18	8	(11)	8	8	8	8	74	34	30
總營業外收入	24	26	21	2	15	15	20	15	102	74	65
利息費用	(15)	(13)	(13)	(10)	(5)	(5)	(5)	(5)	(27)	(50)	(20)
投資損失	(3)	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(25)	-	-	25	-	-	-	-	392	-	-
總營業外費用	(42)	(13)	(13)	17	(5)	(5)	(5)	(5)	365	(50)	(20)
稅前純益	360	(33)	133	323	403	447	452	433	(517)	783	1,736
所得稅費用[利益]	(106)	7	(27)	(31)	(81)	(89)	(90)	(87)	179	(157)	(347)
少數股東損益	(22)	-	-	(42)	(25)	(25)	(25)	(25)	(33)	(64)	(102)
非常項目前稅後純益	232	(27)	106	250	297	332	336	321	(370)	562	1,287
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	232	(27)	106	250	297	332	336	321	(370)	562	1,287
每股盈餘 (NT\$)	0.40	(0.05)	0.18	0.43	0.51	0.57	0.58	0.55	(0.64)	0.97	2.21
獲利率 (%)											
營業毛利率	18.5	8.7	13.5	18.3	18.1	17.6	17.6	17.8	3.8	14.9	17.8
營業利益率	10.0	(1.4)	3.6	8.5	9.9	10.1	10.1	10.1	(5.6)	5.4	10.1
EBITDA Margin	14.7	4.3	9.2	14.2	14.8	14.6	14.6	14.6	(1.5)	10.8	14.6
稅前純益率	9.5	(1.0)	3.9	9.0	10.2	10.4	10.5	10.3	(2.9)	5.5	10.3
稅後純益率	6.1	(0.8)	3.1	7.0	7.5	7.7	7.8	7.6	(2.1)	4.0	7.7
季成長率 (%)											
營業收入	7.8	(11.6)	2.5	4.6	10.5	9.1	0.0	(2.8)			
營業毛利	167.4	(58.5)	59.1	42.2	9.3	6.1	0.0	(1.9)			
營業收益增長		(112.5)		144.4	29.4	11.2	0.0	(3.4)			
EBITDA	398.2	(74.0)	118.4	60.7	15.1	7.5	0.0	(2.3)			
稅前純益		(109.3)		142.9	24.7	10.9	1.1	(4.4)			
稅後純益		(111.5)		135.1	18.7	11.9	1.2	(4.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	(28.8)	(31.0)	(14.0)	2.2	4.8	29.3	26.1	17.2	(12.8)	(19.9)	18.9
營業毛利	(6.8)	16.4		151.0	2.6	162.6	65.1	13.8	(86.5)	211.0	41.8
營業收益	55.9	(73.7)			4.1		251.7	39.0	(129.7)		122.8
EBITDA	33.2			354.5	5.0	334.5	98.9	20.9	(106.7)		61.0
稅前純益	(36.2)	(69.7)			12.1		239.8	33.8	(115.6)		121.8
稅後純益	(48.5)	(69.6)			27.9		215.9	28.1	(115.0)		128.8

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>13,894</b>	<b>16,975</b>	<b>16,684</b>	<b>16,810</b>	<b>17,408</b>
<b>流動資產</b>	<b>5,875</b>	<b>7,888</b>	<b>6,755</b>	<b>6,694</b>	<b>7,240</b>
現金及短期投資	2,571	2,352	2,502	2,058	2,410
存貨	1,207	3,103	2,562	2,720	2,720
應收帳款及票據	1,904	2,043	1,422	1,393	1,393
其他流動資產	192	391	268	524	718
<b>非流動資產</b>	<b>8,019</b>	<b>9,087</b>	<b>9,929</b>	<b>10,116</b>	<b>10,168</b>
長期投資	836	992	934	1,004	1,024
固定資產	6,658	7,666	8,448	8,548	8,598
什項資產	525	429	547	563	545
<b>負債總額</b>	<b>3,590</b>	<b>5,140</b>	<b>6,643</b>	<b>6,317</b>	<b>5,817</b>
<b>流動負債</b>	<b>2,221</b>	<b>2,993</b>	<b>3,109</b>	<b>2,761</b>	<b>2,761</b>
應付帳款及票據	894	914	1,202	828	828
短期借款	-	200	990	990	990
什項負債	1,327	1,878	917	944	944
<b>長期負債</b>	<b>1,369</b>	<b>2,148</b>	<b>3,534</b>	<b>3,556</b>	<b>3,056</b>
長期借款	50	883	2,432	2,432	1,932
其他負債及準備	1,172	1,141	988	1,124	1,124
<b>股東權益總額</b>	<b>10,304</b>	<b>11,835</b>	<b>10,041</b>	<b>10,492</b>	<b>11,590</b>
普通股股本	5,534	5,811	5,811	5,811	5,811
保留盈餘	2,951	3,982	2,029	2,301	2,890
少數股東權益	600	672	594	658	658
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(9.2%)	47.2%	(12.8%)	(19.9%)	18.9%
營業收益增長	178.3%	54.0%	(129.7%)		122.8%
EBITDA	101.7%	41.2%	(106.7%)		61.0%
稅後純益	154.3%	51.1%	(115.0%)		128.8%
每股盈餘成長率	142.2%	43.9%	(115.0%)		128.8%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	24.5%	24.9%	3.8%	14.9%	17.8%
營業利益率	15.7%	16.4%	(5.6%)	5.4%	10.1%
EBITDA Margin	20.7%	19.9%	(1.5%)	10.8%	14.6%
稅後純益率	11.9%	12.2%	(2.1%)	4.0%	7.7%
平均資產報酬率	12.5%	16.0%	(2.2%)	3.4%	7.5%
股東權益報酬率	18.2%	23.7%	(3.6%)	5.8%	12.4%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	0.5%	9.1%	34.1%	32.6%	25.2%
淨負債比率	Net cash	Net cash	21.4%	23.3%	13.7%
利息保障倍數 (x)	293.5	625.7	(18.3)	16.7	87.8
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	0.9	(1.2)	0.4	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	282.7	416.8	30.5	13.5	97.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	282.7	10.7	0.8	0.7	1.9
流動比率 (x)	2.6	2.6	2.2	2.4	2.6
速動比率 (x)	2.1	1.6	1.3	1.4	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(727)	(138)	2,146	2,442	1,590
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	2.95	4.25	(0.64)	0.97	2.21
每股現金盈餘 (NT\$)	3.77	3.80	1.41	1.16	3.34
每股淨值 (NT\$)	17.53	19.21	16.26	16.92	18.81
調整後每股淨值 (NT\$)	17.53	19.21	16.26	16.92	18.81
每股營收 (NT\$)	24.82	34.80	30.35	24.32	28.91
EBITDA/Share (NT\$)	5.15	6.92	(0.46)	2.63	4.23
每股現金股利 (NT\$)	1.80	2.50	0.30	0.50	1.20
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.05	1.31	1.05	0.84	0.98
應收帳款周轉天數	50.7	36.9	29.4	36.0	30.3
存貨周轉天數	42.6	74.6	55.2	82.6	72.1
應付帳款周轉天數	31.5	22.0	25.9	25.1	21.9
現金轉換周轉天數	61.8	89.5	58.7	93.4	80.5

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>13,733</b>	<b>20,222</b>	<b>17,637</b>	<b>14,131</b>	<b>16,798</b>
營業成本	(10,374)	(15,181)	(16,959)	(12,022)	(13,808)
<b>營業毛利</b>	<b>3,359</b>	<b>5,040</b>	<b>678</b>	<b>2,109</b>	<b>2,991</b>
營業費用	(1,206)	(1,723)	(1,663)	(1,350)	(1,300)
<b>營業利益</b>	<b>2,154</b>	<b>3,317</b>	<b>(984)</b>	<b>759</b>	<b>1,691</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>64</b>	<b>128</b>	<b>102</b>	<b>74</b>	<b>65</b>
利息收入	4	2	10	15	10
投資利益淨額	24	57	19	25	25
其他營業外收入	36	69	74	34	30
<b>總營業外費用</b>	<b>(56)</b>	<b>(138)</b>	<b>365</b>	<b>(50)</b>	<b>(20)</b>
利息費用	(7)	(5)	(27)	(50)	(20)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(49)	(133)	392	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>2,161</b>	<b>3,307</b>	<b>(517)</b>	<b>783</b>	<b>1,736</b>
所得稅費用[利益]	(374)	(676)	179	(157)	(347)
少數股東損益	(158)	(163)	(33)	(64)	(102)
非常項目	4	(0)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>1,634</b>	<b>2,469</b>	<b>(370)</b>	<b>562</b>	<b>1,287</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,848</b>	<b>4,022</b>	<b>(269)</b>	<b>1,527</b>	<b>2,459</b>
每股盈餘 (NT\$)	2.95	4.25	(0.64)	0.97	2.21

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>2,088</b>	<b>2,206</b>	<b>816</b>	<b>677</b>	<b>1,942</b>
本期純益	1,634	2,469	(370)	562	1,287
折舊及攤提	695	705	715	768	768
本期運用資金變動	(129)	(2,047)	1,346	(847)	(601)
其他營業資產及負債變動	(112)	1,080	(875)	193	488
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,194)</b>	<b>(1,697)</b>	<b>(1,529)</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>
投資用短期投資出售[新購]	16	10	(74)	-	-
本期長期投資變動	1	(50)	-	(50)	-
資本支出淨額	(1,133)	(1,682)	(1,457)	(800)	(800)
其他資產變動	(79)	24	2	50	-
<b>自由現金流</b>	<b>1,173</b>	<b>(408)</b>	<b>(57)</b>	<b>(290)</b>	<b>702</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(765)</b>	<b>(65)</b>	<b>766</b>	<b>(174)</b>	<b>(791)</b>
短期借款變動	-	200	590	-	-
長期借款變動	(450)	850	1,562	-	(500)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(281)	(1,083)	(1,563)	(174)	(291)
其他融資現金流	(34)	(32)	178	0	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(5)</b>	<b>(1)</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>124</b>	<b>443</b>	<b>56</b>	<b>(296)</b>	<b>352</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	8.8%	8.5%	9.4%	9.6%	7.7%
<b>= 營業利益率</b>	<b>15.7%</b>	<b>16.4%</b>	<b>(5.6%)</b>	<b>5.4%</b>	<b>10.1%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>
營業利益率	15.7%	16.4%	(5.6%)	5.4%	10.1%
x 資本周轉率	1.8	1.9	1.7	1.2	1.4
x (1 - 有效現金稅率)	82.7%	79.6%	65.3%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>22.9%</b>	<b>25.2%</b>	<b>(6.1%)</b>	<b>5.1%</b>	<b>11.1%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 華夏 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-03-03	增加持股	31.00	27.55
2022-12-08	增加持股	27.00	22.15
2022-11-02	持有	17.00	19.75
2022-08-03	持有	21.00	24.80
2022-07-26	持有	23.00	28.40
2022-05-05	持有	28.00	33.80
2022-03-10	持有	28.00	34.30
2021-11-03	持有	36.00	36.50
2021-08-05	持有	31.00	38.35
2021-05-06	持有	34.00	39.75

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，週後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。