

華夏

(1305.TW/1305 TT)

持有 · 調降

收盤價 October 18 (NT\$)	23.55
12 個月目標價 (NT\$)	20.00
前次目標價 (NT\$)	28.00
調降 (%)	28.6
下跌空間 (%)	15.1

焦點內容

我們對華夏的獲利及評價展望更趨保守，主要係考量高油價不利輕油裂解製程的乙烯法 PVC 利差。建議投資人利用此時機逢高獲利了結該股。

交易資料表

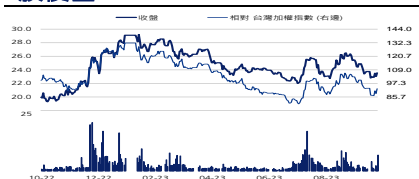
市值：(NT\$bn/US\$mn)	13.68 / 423.4
流通在外股數 (百萬股)：	581
外資持有股數 (百萬股)：	53.85
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.59
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	19.30 -29.20

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	2.6	-12	18
相對表現 (%)	7.2	-15.6	-7.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.78A	(0.15)A	(1.17)A	(0.09)A
2023	0.40A	0.00A	0.28F	(0.18)F
2024	(0.08)F	0.13F	0.67F	0.60F

股價圖



資料來源：TEJ

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

高油價壓抑利差

重要訊息

我們對華夏的獲利及評價展望更趨保守，主要係考量高油價不利輕油裂解製程的乙烯法 PVC 利差。

評論及分析

高油價壓抑乙烯法 PVC 利差。我們下修華夏 2024 年 EPS 預估至 1.32 元，主要係考量 5 月以來原油價格漲幅 26%，高於天然氣的 22%及煤的-6%，壓抑輕油裂解製程的乙烯生產成本競爭力。我們預估 2023 年亞洲輕油裂解製程的乙烯法業者生產成本達 US\$853/mt，僅小幅低於中國電石法業者 (US\$866/mt)，並高於 PVC 價格(US\$794/mt)，結構性虧損達 US\$60/mt，此情勢將延續至 2024 年。

PVC 正處產業三次去庫存。我們下修華夏 4Q23 及 2023 年 EPS 預估至-0.18 元、0.50 元，主要係反映 4Q23 期間 PVC 進入三次去庫存。至 10 月中旬，PVC 價格已下跌至 US\$745/mt 的虧損水準，反映 3Q23 期間中國業者將稼動自 67%重新提升至 80%，而印度進口商庫存水準已高。我們亦擔憂華夏需為減輕庫存壓力而降載。

投資建議

我們將華夏目標價下調至 20 元，相當於 2024 年預估每股淨值 17 元的 1.3 倍(自 18 元的 1.5 倍)，並調降投資評等至「持有」。在 2Q-3Q23 獲利年增後，我們預估高油價及去庫存問題將拖累華夏 4Q23-1Q24 獲利再次陷入年減，同時，我們注意到原油價格上漲支撐當前塑化類股評價，故建議投資人利用此時機逢高獲利了結該股。

投資風險

原油價格暴跌、原物料需求弱於預期。

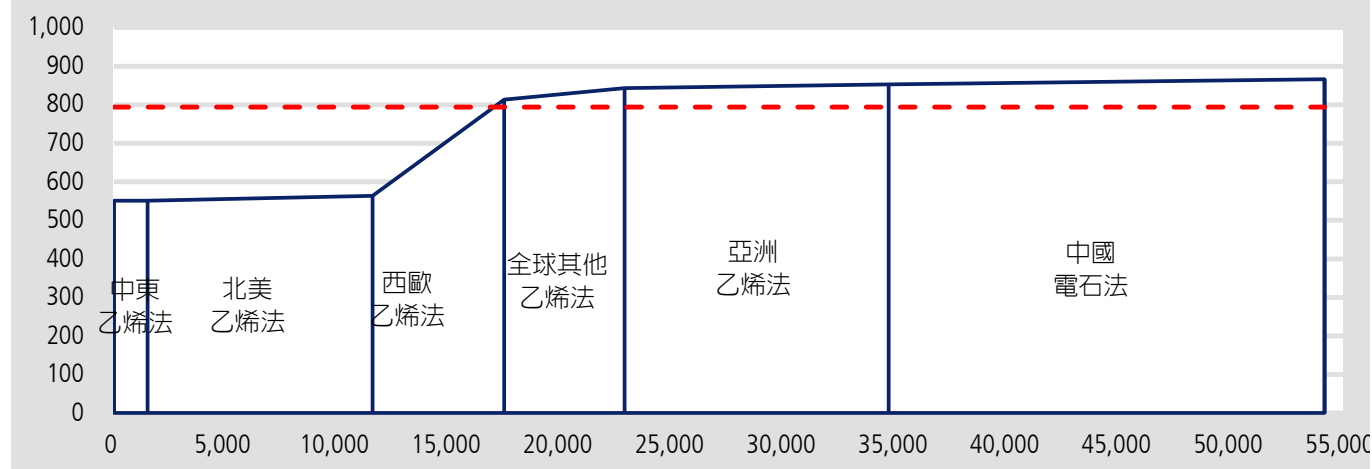
主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	13,733	20,222	17,637	13,259	14,604
營業毛利 (NT\$百萬)	3,359	5,040	678	1,579	2,311
營業利益 (NT\$百萬)	2,154	3,317	(984)	379	1,011
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,634	2,469	(370)	291	765
每股盈餘 (NT\$)	2.95	4.25	(0.64)	0.50	1.32
每股現金股利 (NT\$)	1.80	2.50	0.30	0.30	0.70
每股盈餘成長率 (%)	142.2	43.9	(115.0)	0.0	162.9
本益比 (x)	8.0	5.5	N.A.	47.0	17.9
股價淨值比 (x)	1.3	1.2	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	4.2	3.3	N.A.	13.7	8.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	21.4	24.7	19.2
殖利率 (%)	7.6	10.6	1.3	1.3	3.0
股東權益報酬率 (%)	18.2	23.7	(3.6)	3.1	7.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：在 2023 年，亞洲輕油裂解製程的乙烯法業者與中國電石法業者間的成本差距大幅收斂

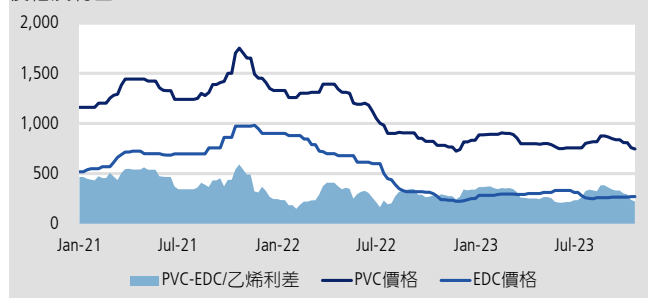
預估 2023 年 PVC 生產成本，US\$/mt(y 軸)；全球累積 PVC 產能，千噸/年(x 軸)



資料來源：隆衆資訊；凱基

圖 2：PVC-EDC/乙烯利差在 3Q23 小幅復甦，惟 4Q23 便再次走弱

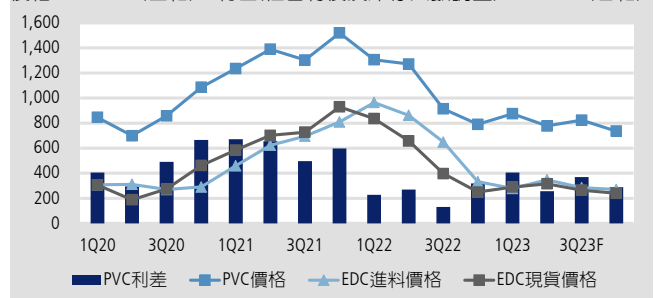
價格及利差，US\$/mt



資料來源：隆衆資訊；凱基

圖 3：華夏 4Q23 將陷入虧損

價格，US\$/mt(左軸)；利差(經合約價及庫存天數調整)，US\$/mt(右軸)



資料來源：隆衆資訊；凱基

圖 4：3Q-4Q23 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	3Q23F							4Q23F						
	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	3,366	3,587	(6.2)	0.8	(15.5)	3,594	(6.3)	2,773	3,689	(24.8)	(17.6)	(20.9)	3,821	(27.4)
毛利	477	508	(6.0)	74.1	-	592	(19.3)	127	643	(80.2)	(73.3)	(51.4)	719	(82.3)
營業利益	177	195	(9.1)	4,823.3	-	271	(34.6)	(180)	298	-	-	-	382	-
稅前淨利	214	204	4.7	524.9	-	287	(25.7)	(169)	310	-	-	-	388	-
稅後淨利	164	163	0.8	23,705.8	-	212	(22.3)	(107)	267	-	-	-	284	-
每股盈餘 (元)	0.28	0.28	0.8	23,705.8	-	0.36	(22.3)	(0.18)	0.46	-	-	-	0.49	-
毛利率 (%)	14.2	14.2	0.0 ppts	6.0 ppts	28.8 ppts	16.5	(2.3)ppts	4.6	17.4	(12.8)ppts	(9.6)ppts	(2.9)ppts	18.8	(14.2)ppts
營利率 (%)	5.3	5.4	(0.2)ppts	5.2 ppts	29.7 ppts	7.6	(2.3)ppts	(6.5)	8.1	(14.6)ppts	(11.8)ppts	(4.4)ppts	10.0	(16.5)ppts
淨利率 (%)	4.9	4.5	0.3 ppts	4.9 ppts	22.0 ppts	5.9	(1.0)ppts	(3.8)	7.2	(11.1)ppts	(8.7)ppts	(2.4)ppts	7.4	(11.3)ppts

資料來源：凱基

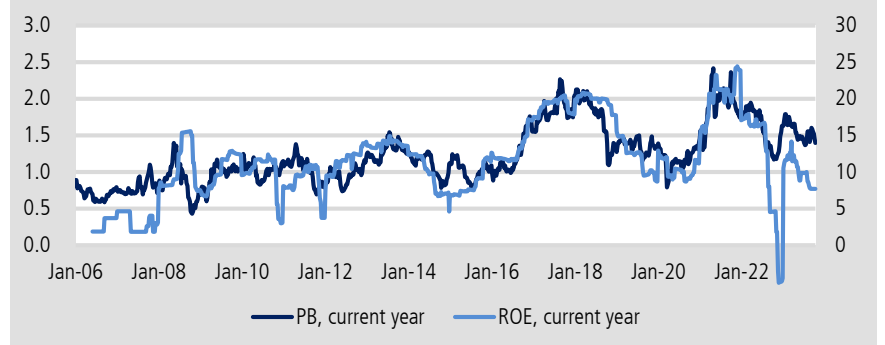
圖 5：2023-24 年財務預估修正暨市場共識比較

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	13,259	14,396	(7.9)	(24.8)	14,549	(8.9)	14,604	16,798	(13.1)	10.1	15,465	(5.6)
毛利	1,579	2,124	(25.7)	132.8	2,270	(30.5)	2,311	2,991	(22.7)	46.4	2,848	(18.9)
營業利益	379	874	(56.7)	(138.5)	1,033	(63.3)	1,011	1,691	(40.2)	167.1	1,518	(33.4)
稅前獲利	439	908	(51.7)	(184.9)	1,061	(58.6)	1,051	1,736	(39.4)	139.6	1,558	(32.5)
稅後淨利	291	663	(56.1)	(178.6)	719	(59.5)	765	1,287	(40.6)	162.9	1,115	(31.4)
每股盈餘 (元)	0.50	1.14	(56.1)	(178.6)	1.26	(59.5)	1.32	2.21	(40.6)	162.9	1.97	(31.4)
毛利率 (%)	11.9	14.8	(2.9)ppts	8.1 ppts	15.6	(3.7)ppts	15.8	17.8	(2.0)ppts	3.9 ppts	18.4	(2.6)ppts
營利率 (%)	2.9	6.1	(3.2)ppts	8.4 ppts	7.1	(4.2)ppts	6.9	10.1	(3.1)ppts	4.1 ppts	9.8	(2.9)ppts
淨利率 (%)	2.2	4.6	(2.4)ppts	4.3 ppts	4.9	(2.7)ppts	5.2	7.7	(2.4)ppts	3.0 ppts	7.2	(2.0)ppts

資料來源：凱基

圖 6：ROE 低檔徘徊將限縮股票評價

股價淨值比，倍 (左軸)；股東權益報酬率，百分比(右軸)



資料來源：凱基

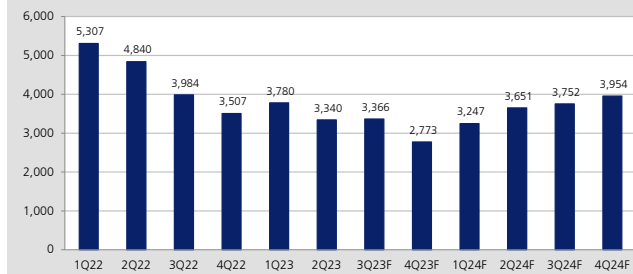
圖 7: 公司概況

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 9: 季營業收入

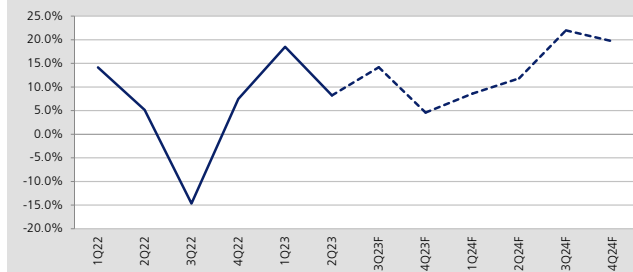
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

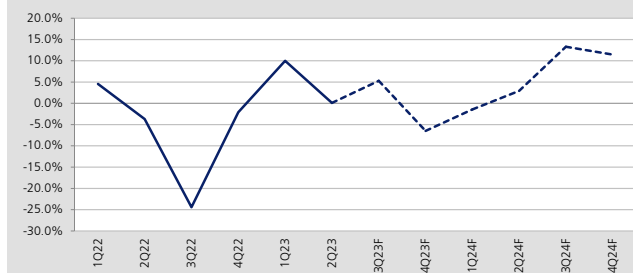
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

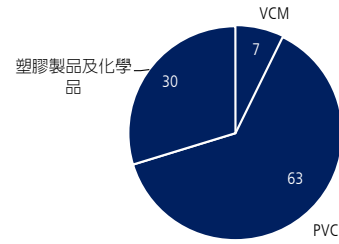
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: PVC、VCM 為主要產品

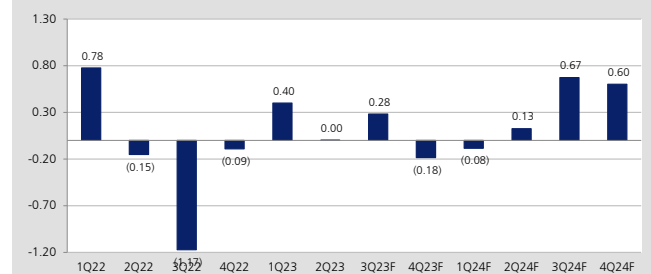
營收比重(不含內部撥轉)，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

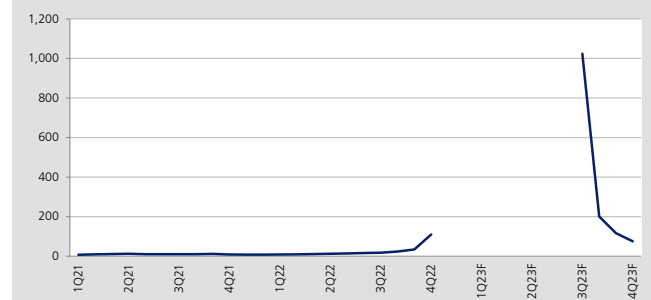
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

本益比，倍



資料來源：凱基

圖 14: 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-23A	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	3,340	3,366	2,773	3,247	3,651	3,752	3,954	17,637	13,259	14,604
營業成本	(3,080)	(3,066)	(2,889)	(2,646)	(2,968)	(3,220)	(2,928)	(3,177)	(16,959)	(11,680)	(12,292)
營業毛利	700	274	477	127	279	431	824	777	678	1,579	2,311
營業費用	(322)	(271)	(300)	(307)	(325)	(325)	(325)	(325)	(1,663)	(1,200)	(1,300)
營業利益	378	4	177	(180)	(46)	106	499	452	(984)	379	1,011
折舊	(175)	(182)	(188)	(205)	(188)	(188)	(188)	(188)	(697)	(750)	(750)
攤提	(5)	(5)	(5)	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	(18)	(18)	(18)
EBITDA	557	191	370	29	146	298	691	644	(269)	1,147	1,780
利息收入	5	9	6	4	4	4	4	4	10	25	15
投資利益淨額	-	-	5	0	3	3	8	3	19	5	15
其他營業外收入	19	22	38	1	8	8	8	8	74	80	30
總營業外收入	24	31	49	6	14	14	19	14	102	110	60
利息費用	(15)	(18)	(13)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(27)	(50)	(20)
投資損失	(3)	(3)	-	6	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(25)	21	-	4	-	-	-	-	392	-	-
總營業外費用	(42)	(1)	(13)	5	(5)	(5)	(5)	(5)	365	(50)	(20)
稅前純益	360	34	214	(169)	(38)	115	513	461	(517)	439	1,051
所得稅費用[利益]	(106)	(14)	(43)	53	8	(23)	(103)	(92)	179	(110)	(210)
少數股東損益	(22)	(19)	(6)	9	(19)	(19)	(19)	(19)	(33)	(38)	(76)
非常項目稅後純益	232	1	164	(107)	(49)	73	391	350	(370)	291	765
非常項目	(0)	(0)	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	232	1	164	(107)	(49)	73	391	350	(370)	291	765
每股盈餘 (NT\$)	0.40	0.00	0.28	(0.18)	(0.08)	0.13	0.67	0.60	(0.64)	0.50	1.32
獲利率 (%)											
營業毛利率	18.5	8.2	14.2	4.6	8.6	11.8	22.0	19.7	3.8	11.9	15.8
營業利益率	10.0	0.1	5.3	(6.5)	(1.4)	2.9	13.3	11.4	(5.6)	2.9	6.9
EBITDA Margin	14.7	5.7	11.0	1.0	4.5	8.2	18.4	16.3	(1.5)	8.6	12.2
稅前純益率	9.5	1.0	6.3	(6.1)	(1.2)	3.2	13.7	11.7	(2.9)	3.3	7.2
稅後純益率	6.1	0.0	4.9	(3.8)	(1.5)	2.0	10.4	8.8	(2.1)	2.2	5.2
季成長率 (%)											
營業收入	7.8	(11.6)	0.8	(17.6)	17.1	12.4	2.8	5.4			
營業毛利	167.4	(60.8)	74.1	(73.3)	118.9	54.8	91.1	(5.7)			
營業收益增長		(99.0)	4823.3	(201.4)	(74.2)		369.6	(9.4)			
EBITDA	398.2	(65.7)	93.3	(92.2)	402.9	104.9	131.7	(6.8)			
稅前純益		(90.5)	524.9	(178.9)	(77.6)		345.9	(10.1)			
稅後純益		(99.7)	23705.8	(164.8)	(53.8)		436.4	(10.6)			
年成長率 (%)											
營業收入	(28.8)	(31.0)	(15.5)	(20.9)	(14.1)	9.3	11.5	42.6	(12.8)	(24.8)	10.1
營業毛利	(6.8)	10.0		(51.4)	(60.2)	57.3	72.6	510.8	(86.5)	132.8	46.4
營業收益	55.9			144.4	(112.3)	2848.7	181.3		(129.7)		167.1
EBITDA	33.2			(74.1)	(73.9)	56.1	87.1	2125.8	(106.7)		55.2
稅前純益	(36.2)			102.4	(110.5)	236.6	140.2		(115.6)		139.6
稅後純益	(48.5)			103.6	(121.2)	10456.6	137.9		(115.0)		162.9

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
資產總額	13,894	16,975	16,684	16,653	16,819
流動資產	5,875	7,888	6,755	6,508	6,633
現金及短期投資	2,571	2,352	2,502	2,021	1,952
存貨	1,207	3,103	2,562	2,509	2,509
應收帳款及票據	1,904	2,043	1,422	1,457	1,457
其他流動資產	192	391	268	521	715
非流動資產	8,019	9,087	9,929	10,145	10,187
長期投資	836	992	934	961	971
固定資產	6,658	7,666	8,448	8,605	8,655
什項資產	525	429	547	579	561
負債總額	3,590	5,140	6,643	6,469	5,969
流動負債	2,221	2,993	3,109	2,917	2,917
應付帳款及票據	894	914	1,202	885	885
短期借款	-	200	990	990	990
什項負債	1,327	1,878	917	1,042	1,042
長期負債	1,369	2,148	3,534	3,551	3,051
長期借款	50	883	2,432	2,432	1,932
其他負債及準備	1,172	1,141	988	1,119	1,119
股東權益總額	10,304	11,835	10,041	10,184	10,851
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	2,146	2,504
少數股東權益	600	672	594	633	633
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(9.2%)	47.2%	(12.8%)	(24.8%)	10.1%
營業收益增長	178.3%	54.0%	(129.7%)		167.1%
EBITDA	101.7%	41.2%	(106.7%)		55.2%
稅後純益	154.3%	51.1%	(115.0%)		162.9%
每股盈餘成長率	142.2%	43.9%	(115.0%)		162.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	24.5%	24.9%	3.8%	11.9%	15.8%
營業利益率	15.7%	16.4%	(5.6%)	2.9%	6.9%
EBITDA Margin	20.7%	19.9%	(1.5%)	8.6%	12.2%
稅後純益率	11.9%	12.2%	(2.1%)	2.2%	5.2%
平均資產報酬率	12.5%	16.0%	(2.2%)	1.7%	4.6%
股東權益報酬率	18.2%	23.7%	(3.6%)	3.1%	7.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.5%	9.1%	34.1%	33.6%	26.9%
淨負債比率	Net cash	Net cash	21.4%	24.7%	19.2%
利息保障倍數 (x)	293.5	625.7	(18.3)	9.8	53.6
利息及短期償保障倍數 (x)	1.0	0.9	(1.2)	0.3	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	282.7	416.8	30.5	12.1	70.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	282.7	10.7	0.8	0.6	1.4
流動比率 (x)	2.6	2.6	2.2	2.2	2.3
速動比率 (x)	2.1	1.6	1.3	1.4	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	(727)	(138)	2,146	2,515	2,084
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.95	4.25	(0.64)	0.50	1.32
每股現金盈餘 (NT\$)	3.77	3.80	1.41	1.04	2.42
每股淨值 (NT\$)	17.53	19.21	16.26	16.44	17.59
調整後每股淨值 (NT\$)	17.53	19.21	16.26	16.44	17.59
每股營收 (NT\$)	24.82	34.80	30.35	22.82	25.13
EBITDA/Share (NT\$)	5.15	6.92	(0.46)	1.97	3.06
每股現金股利 (NT\$)	1.80	2.50	0.30	0.30	0.70
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.05	1.31	1.05	0.80	0.87
應收帳款周轉天數	50.7	36.9	29.4	40.1	36.5
存貨周轉天數	42.6	74.6	55.2	78.4	74.7
應付帳款周轉天數	31.5	22.0	25.9	27.7	26.4
現金轉換周轉天數	61.8	89.5	58.7	90.9	84.9

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
營業收入	13,733	20,222	17,637	13,259	14,604
營業成本	(10,374)	(15,181)	(16,959)	(11,680)	(12,292)
營業毛利	3,359	5,040	678	1,579	2,311
營業費用	(1,206)	(1,723)	(1,663)	(1,200)	(1,300)
營業利益	2,154	3,317	(984)	379	1,011
總營業外收入	64	128	102	110	60
利息收入	4	2	10	25	15
投資利益淨額	24	57	19	5	15
其他營業外收入	36	69	74	80	30
總營業外費用	(56)	(138)	365	(50)	(20)
利息費用	(7)	(5)	(27)	(50)	(20)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(49)	(133)	392	-	-
稅前純益	2,161	3,307	(517)	439	1,051
所得稅費用[利益]	(374)	(676)	179	(110)	(210)
少數股東損益	(158)	(163)	(33)	(38)	(76)
非常項目	4	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	1,634	2,469	(370)	291	765
EBITDA	2,848	4,022	(269)	1,147	1,780
每股盈餘 (NT\$)	2.95	4.25	(0.64)	0.50	1.32

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	2,088	2,206	816	604	1,404
本期純益	1,634	2,469	(370)	291	765
折舊及攤提	695	705	715	768	768
本期運用資金變動	(129)	(2,047)	1,346	(426)	(426)
其他營業資產及負債變動	(112)	1,080	(875)	(30)	298
投資活動之現金流量	(1,194)	(1,697)	(1,529)	(800)	(800)
投資用短期投資出售[新購]	16	10	(74)	-	-
本期長期投資變動	1	(50)	-	(27)	-
資本支出淨額	(1,133)	(1,682)	(1,457)	(800)	(800)
其他資產變動	(79)	24	2	27	-
自由現金流	1,173	(408)	(57)	(191)	333
融資活動之現金流量	(765)	(65)	766	(174)	(674)
短期借款變動	-	200	590	-	-
長期借款變動	(450)	850	1,562	(0)	(500)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(281)	(1,083)	(1,563)	(174)	(174)
其他融資現金流	(34)	(32)	178	0	0
匯率影響數	(5)	(1)	2	1	1
本期產生現金流量	124	443	56	(370)	(69)

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	8.8%	8.5%	9.4%	9.1%	8.9%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	15.7%	16.4%	(5.6%)	2.9%	6.9%
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	0.6
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.8	1.9	1.7	1.1	1.2
營業利益率	15.7%	16.4%	(5.6%)	2.9%	6.9%
x 資本周轉率	1.8	1.9	1.7	1.1	1.2
x (1 - 有效現金稅率)	82.7%	79.6%	65.3%	75.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	22.9%	25.2%	(6.1%)	2.4%	6.8%

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
2023-08-01	增加持股	28.00	24.60
2023-07-12	增加持股	27.00	22.40
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

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，邇後若有變更時，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。