



2024/2/23

| | | |
|------|------------|-------------|
| 產業類別 | 汽車零組件 | |
| 投資建議 | 買進 | |
| 收盤價 | NT\$ 95.00 | 目標價 |
| | | NT\$ 120.00 |

本次報告：法說會

交易資料

| | |
|--------------------|-------------|
| 潛在報酬率 (%) | 26.32 |
| 52 週還原收盤價區間 (NT\$) | 40.18-95.00 |
| 市值 (NT\$百萬元) | 56190 |
| 市值 (US\$百萬元) | 1,783 |
| 流通在外股數 (百萬股) | 592.00 |
| 董監持股 (%) | 18.38 |
| 外資持股 (%) | 26.75 |
| 投信持股 (%) | 3.86 |
| 融資使用率 (%) | 2.2 |

財務資料

| | 2022 |
|----------------|--------|
| 股東權益 (NT\$百萬元) | 23,749 |
| ROA (%) | 6.33 |
| ROE (%) | 9.48 |
| 淨負債比率 (%) | 27.65 |

公司簡介

東陽成立於 1967 年，主要營業項目為汽、機車零組件，為台灣塑膠件供應商，也是全球第一大汽車 AM 塑膠件製造商，塑膠件全球市佔率 70%、板金部份市佔率 35%。2023 年營收比重為 AM 佔營收 72%、OEM 28%(台灣 30%、中國 70%)。

主要客戶：
主要競爭對手：

東陽 (1319 TT)

上修獲利預估

永豐觀點

研究處預估 2024 年 AM 營收+11.7%YoY、OEM 營收+4%YoY；毛利率因規模經濟、產品組合轉佳，有望年增 1 個百分點以上，今年稅後 EPS 由原先的 5.8 上修至 6.68 元。

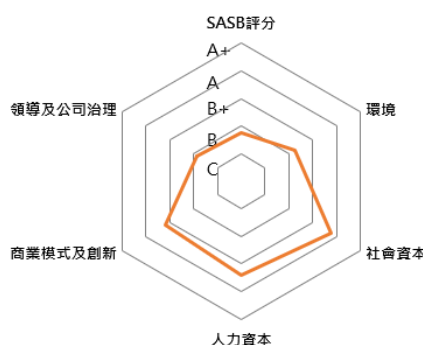
投資評價與建議

維持買進：(1) 東陽 4Q23 旺季營收 65.6 億元(+23.4%YoY)，其中 AM 46.1 億元(+29%YoY)，毛利率 40.2%、OEM 19.5 億元(+12%YoY)，毛利率 15.3%，集團毛利率創新高達 32.8%；然業外因匯兌損失帶來的負面影響，導致 4Q23 整體淨利略低於預期。(2) 1M24 AM 營收再創新猷，達 17.1 億元(+65%YoY)，且因出貨北美市場比重提升，又受惠匯率友善，AM 毛利率達 40%，預計 2、3 月北美訂單仍暢旺，若匯率保持友善，毛利率將有望維持 40%水準，且 3 月揮別過年天數減少之影響，有望再現營收高峰。(3) 研究處預估 2024 年 AM 營收+11.7%YoY、OEM 營收+4%YoY；毛利率因規模經濟、產品組合轉佳，有望年增 1 個百分點以上，今年稅後 EPS 由原先的 5.8 上修至 6.68 元。維持買進，本次因 2024 年 EPS 預估上調，故上修目標價至 120 元(18X 2024 EPS 6.68 元)。

ESG 評析

東陽企業永續評鑑整體為 B+ 等，於 SASB 產業永續議題與跨產業五大永續面向平均得分分別為 B 等與 B+ 等。

SinoPac+ ESG 評鑑系統評等



| 永續構面 | 評等 |
|------------|----|
| 總分 | B+ |
| SASB 評分 | B |
| 跨產業 ESG 評分 | B+ |
| 環境 | B+ |
| 社會資本 | A |
| 人力資本 | A |
| 商業模式及創新 | A |
| 領導及公司治理 | B |

資料來源：SinoPac+ ESG 評鑑系統，Feb. 2024 (以 2021 年東陽企業社會責任報告書評鑑)

註 1：資誠永續發展服務股份有限公司僅於 ESG 評鑑系統方法學建置過程中，就評分指標提供專業意見，對於評分結果及評估報告內容之完整性及真實性，不負擔保責任，亦不對閱讀或使用本評估報告之第三方負任何責任。

註 2：永豐投顧已獲 SASB 授權，於研究中使用 SASB 重大性地圖之一般議題分類及揭露主題。SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

張予柔 yurou.chang@sinopac.com

營運現況與分析

公司簡介：東陽成立於 1967 年，主要營業項目為汽、機車零組件，為台灣塑膠件供應商，也是全球第一大汽車 AM 塑膠件製造商，塑膠件全球市佔率 70%、板金部份市佔率 35%。2023 年營收比重為 AM 佔營收 72 %、OEM 28%(台灣 30%、中國 70%)。2023 年 AM 主要銷售地區為北美 69%、中南美 13%、歐洲 10%、中東 3%、亞洲 3%、非洲 1%、澳洲 1%等。1995 年起，公司陸續在中國重慶、南京、福州、長春、哈爾濱、敦陽、長春、天津、武漢、長沙、廣州等地設廠，2023 年中國 OEM 主要客戶包含一汽 69%、長安汽車 18%、東風汽車 2%、廣汽 1%。

2023 年全年都很旺：東陽 2023 年受惠 AM 需求持續暢旺，不僅旺季非常旺、淡季也很旺，全年 AM 營收在高基期之下仍增長 15.6%至 172 億元，毛利率也因匯率友善、稼動率高的規模效益、高毛利率的塑膠件比重提升等正面因子，推升 AM 毛利率近 6 個百分點。OEM 則因中國、台灣車市穩定增長以及新能源車比重提升，帶動毛利率年增 5 個百分點。

2024 年營收獲利上修：展望 2024 年，研究處預估 AM 營收+11.7%YoY、OEM 營收+4%YoY；毛利率因規模經濟、產品組合轉佳，有望年增 1 個百分點以上，今年稅後 EPS 由原先預估的 5.8 上修至 6.68 元。獲利主要上修原因：(1) 預估今年 AM 營收比重將提升 1.5 個百分點，且銷售至北美營收比重提升(由 67~68%提升至 70%以上)，北美市場主要出貨 CAPA 認證件，毛利率較高；(2) 產能利用率保持 95%以上，且東陽費用絕對值較固定，營收提升之下，費用率將下降；(3) 1 月美金匯率走強對毛利率及業外貢獻的正面幫助優於預期，且若匯率保持友善，在 2、3 月北美訂單仍暢旺下，毛利率將有望維持 40%水準。(今年外銷 AM 業務的風險在於匯率，如果美元走弱將對營收、毛利率、業外造成一定負面影響，但東陽採每 10 天更新一次匯率報價，若匯率為緩升緩貶的話，則對毛利率負面影響較低)。

美國車輛保有量老化趨勢仍在持續，有利於售後市場持續蓬勃發展，全球第一大汽車 AM 塑膠件、板金件製造商東陽將最為受惠

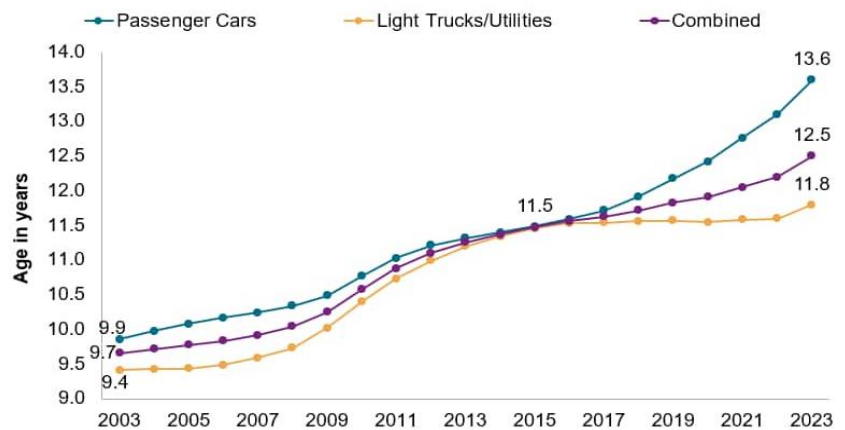
展望 2024 年，美國新車車市將從前兩年的供應受限轉為需求受限，主因：(1) 高利率環境預計將削弱新車需求復甦的延續力道、(2) 近期美國汽車工人工會為期兩個月的罷工活動促成了調漲薪資的新合約，生產成本提高下勢必會轉嫁至終端售價，影響消費者購買意願。但目前車市基期相比疫情前仍低，疫情間積壓的新車需求尚未全部釋放，故綜合以上考量，預計 2024 年美國新車車市仍能成長，新車銷量達 1,631 萬輛(+2.05%YoY)。在新車成長放緩之下，更多人將會關注二手車及相對抗衰退的汽車零組件售後市場。根據 S&P Global Mobility 統計，美國道路上運行的車輛 (VIO) 超過 2.84 億輛，2023 年美國轎車和輕型卡車的平均車齡再次創高，達到 12.5 年，比 2022 年增加了三個多月。雖然 2023 年起新車供給復甦，但仍低於疫情前，且仍有消費者選擇在高利率環境下繼續駕駛老舊車子，增加維修的機會。美國車齡延長、保有量持續增加，也代表售後市場的商業潛力不斷增長。

因應需求強勁，2024 年資本支出有望翻倍上看 40 億元，其中包含模具開發 20 億元，另外也持續擴廠、將新增 5 台以上塑膠件的射出機(目前 90 台)，增加約 10% 產能，並持續更新舊的射出機。AM 市場的競爭重點便是模具數及規模經濟，東陽擴大模具開發套數及擴充產能將有助於未來幾年 AM 營收的增長。

中長線而言，AM 業務的另一個長線成長動能為—State farm 2022/12 開始擴大 AM 賠付，初期納入塑膠件及車燈等、2023/6 擴及鈹金件、2023/10 宣布全美各州採用非 OEM 件賠付，保戶選擇採用 AM 件賠付將使得來年保費降低。目前美國碰撞更換零組件市場使用 OES 正廠件仍高達 80%，故在明確保險費率的改變後，選擇 AM 副廠件的成長空間很大，預計對營收的挹注有望於 2024 年緩步浮現。研

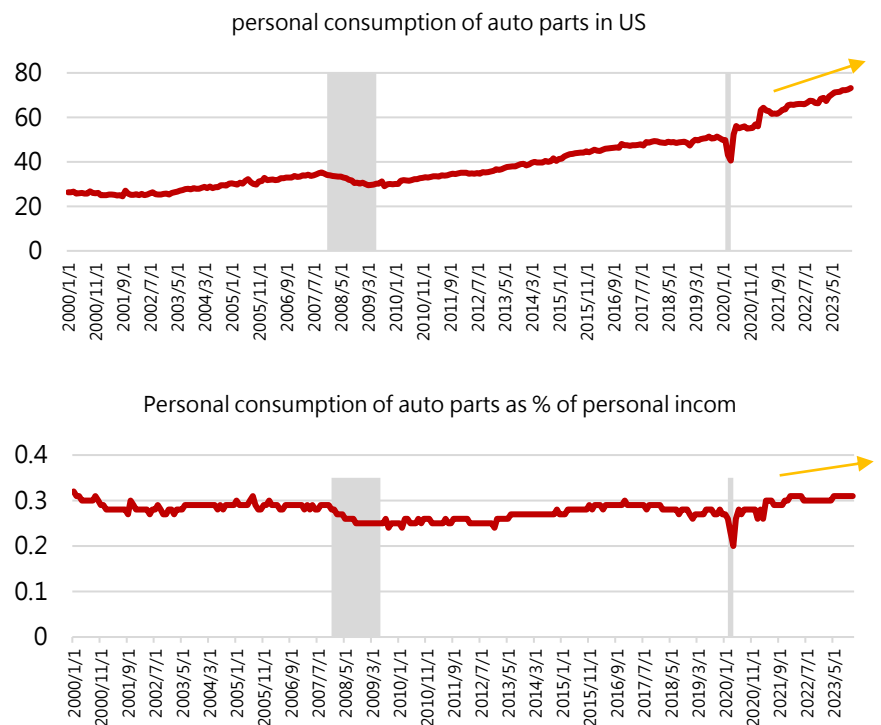
究處預估 2024 年 AM 營收+11.7%(原預估+7.6%YoY)。

圖一：美國汽車車齡持續延長



資料來源：S&P Global Mobility · Feb. 2024

圖二：以古鑑今—汽車售後零件市場相對抗衰退



資料來源：Bureau of economic analysis · Feb. 2024 · Shaded areas indicate U.S. recessions.

東陽 OEM 業務中長期由電動車業務引領獲利成長：東陽 2023 年 OEM 營收 +4%YoY，其中，占比 31%的台灣市場較為成熟，成長性穩定，東陽台灣 OEM 營收今年預估成長 3%。而占比 69%的中國 OEM 營收中，40%來自日系品牌，50%來自歐系品牌，電動車轉型速度都相對自主品牌慢，尤其日系品牌，所以受影響更大，銷售數據低迷；另外，東陽也針對部分營運較疲弱的工廠進行縮減或收掉部分業務，則合併營收也會相應減少。未來重點在於新能源車業務的拓展，(1) 旗下轉投資一汽富維東陽切入電動車供應，於上海、安徽及長春等地設廠，主要客戶為美系電動車領導品牌、大眾及奧迪的電動車，為其供應前後保險桿及塑膠尾門等輕量化產品，分別於 2023/5、2023/10 及 2024 年底開始量產，將為 2024 年後營運帶來貢獻。(2) 另外，轉投資長沙廣汽東陽也有望在 2H24 切入廣汽埃安品牌電動

車供應。(3) 4Q23 中國 OEM 復甦顯著，主要來自大江東陽獲取長安新能源車新車型，2024 年也將持續爭取新車型。東陽目前電動車 OEM 占比僅約 13.5%(非合併)，預估 2024 年底達 20%，2025 年後有望提升至 25%~30 以上。根據中汽協預估 2024 年中國車市成長 3%，東陽過往都表現優於產業，且今年主要增長動能將來自電動車，故預估東陽 2024 年中國 OEM 營收成長>5%。整題 OEM 營收有望提升，且產品組合轉佳之下，OEM 毛利率有望提升近 2 個百分點至 13%。

近一年來中國車企降價換量的銷售策略不斷，市場擔憂將衝擊上游零組件廠的獲利。研究處認為，中國汽車零組件 OEM 每年本就都有慣例年降的情形，故零組件供應鏈必須持續推出新產品、切入新客戶、擴大營收規模等，以保持獲利率水準。對東陽而言，中國 OEM 首年度報價通常會比較高，因為是推出新產品、新技術，且訂單數量較少，第二年後就算有慣例的年降，但是通常第二年起該車款銷量增加、客戶下單增加將有助於東陽稼動率提升，獲得規模效益。但若車市表現低於預期、或該車款銷量不佳，第二年後訂單數量不夠多就會影響到固定成本攤提。所以仍需持續觀察中國客戶降價衝銷量後的效果，研究處看好東陽持續切入新能源車供應，將有望推升價量表現。

表一：東陽主要客戶為中國前六大汽車集團，且提升電動車業務

| 單位: 1,000 | | FY2022 | FY2023 | 同期增長 | 2023 | 東陽廠 | | | | | | | |
|------------|----------------|--------|--------|--------|-------|------|------|-------|--------|------|------|------|------|
| 排名 | 集團/公司 | 銷售輛 | 銷售輛 | % | 市佔率% | 福州東陽 | 富維東陽 | 大江東陽 | 大協西川東陽 | 武漢翔星 | 廣汽東陽 | 襄陽東陽 | 佛山東陽 |
| 1 | 上海汽車工業(集團)公司 | 5,192 | 5,021 | -3.3% | 16.7% | | | | | ☆ | | | |
| 2 | 第一汽車集團 | 3,204 | 3,440 | 7.4% | 11.4% | ★ | | | | | | | ☆ |
| 3 | 比亞迪汽車工業有限公司 | 1,869 | 3,020 | 61.6% | 10.0% | | ☆ | | | | | | |
| 4 | 浙江吉利控股集團有限公司 | 1,433 | 2,790 | 94.7% | 9.3% | | | | | ☆ | | | |
| 5 | 中國長安汽車集團股份有限公司 | 2,346 | 2,553 | 8.8% | 8.5% | | | ★ | ★ | | | | |
| 6 | 廣州汽車工業集團有限公司 | 2,435 | 2,505 | 2.9% | 8.3% | | | | | | ★ | | ☆ |
| 7 | 東風汽車集團 | 2,919 | 2,421 | -17.1% | 8.0% | | | | | ☆ | | ☆ | ☆ |
| 8 | 奇瑞汽車股份有限公司 | 1,230 | 1,880 | 52.8% | 6.2% | ☆ | | | | | | | |
| 9 | 北京汽車集團有限公司 | 1,453 | 1,708 | 17.5% | 5.7% | | | | | | | | |
| 10 | 長城汽車股份有限公司 | 1,068 | 1,230 | 15.2% | 4.1% | | | | | | | | |
| 10大汽車集團/公司 | | 23,149 | 26,568 | 14.8% | 88.3% | | | | | | | | |
| 其他 | | 3,715 | 3,526 | -5.1% | 11.7% | | ★ | 主要供應商 | | | | | |
| 總市場數 | | 26,864 | 30,094 | 12% | | | | | | | | | |

資料來源：法說會資料，Feb. 2024

上修 2024 年稅後 EPS，目標價上調至 120 元：研究處預估東陽 2024 年營收 261.6 億元(+9.6% YoY)，毛利 81.9 億元(+15%YoY)，毛利率 31.3%，營業利益 46 億元(+22.6%YoY)，稅後淨利 39.5 億元(+31%YoY)，稅後 EPS 6.68 元。維持買進，本次因 2024 年 EPS 預估上調，故上修目標價至 120 元(18 X 2024 EPS 6.68 元)。

附表一：當年度損益表

| 單位：百萬元 | 24Q1F | 24Q2F | 24Q3F | 24Q4F | 2024F |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 營業收入 | 6,565 | 6,356 | 6,299 | 6,936 | 26,156 |
| 營業毛利 | 2,196 | 1,894 | 1,880 | 2,222 | 8,192 |
| 營業利益 | 1,326 | 1,034 | 1,000 | 1,242 | 4,602 |
| 稅前淨利 | 1,441 | 1,149 | 1,050 | 1,342 | 4,982 |
| 稅後純益 | 1,139 | 914 | 835 | 1,065 | 3,953 |
| 稅後 EPS (元) | 1.93 | 1.55 | 1.40 | 1.8 | 6.68 |
| 營收 QoQ 成長率 | 0.15 | -3.18 | -0.90 | 10.10 | -- |
| 營收 YoY 成長率 | 17.27 | 14.50 | 2.36 | 5.80 | 9.63 |
| 毛利率 | 33.45 | 29.80 | 29.85 | 32.03 | 31.32 |
| 營益率 | 20.20 | 16.27 | 15.88 | 17.89 | 17.59 |
| 稅後純益率 | 17.35 | 14.38 | 13.26 | 15.37 | 15.11 |

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Feb. 2024

附表二：五個年度損益表

| 單位：百萬元 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入 | 17,323 | 18,380 | 21,283 | 23,859 | 26,156 |
| %變動率 | -19.85 | 6.10 | 15.79 | 12.1 | 9.63 |
| 營業毛利 | 3,443 | 3,487 | 5,028 | 7,109 | 8,192 |
| 毛利率 (%) | 19.87 | 18.97 | 23.63 | 29.8 | 31.32 |
| 營業淨利 | 540 | 543 | 1,935 | 3,754 | 4,602 |
| 稅前淨利 | 885 | 767 | 2,600 | 3,814 | 4,982 |
| %變動率 | -62.47 | -13.30 | 238.99 | 46.69 | 30.62 |
| 稅後純益 | 820 | 688 | 2,151 | 3,017 | 3,953 |
| %變動率 | -58.70 | -16.11 | 212.90 | 40.26 | 31.02 |
| 稅後 EPS * (元) | 1.39 | 1.16 | 3.64 | 5.1 | 6.68 |
| 市調 EPS * (元) | 1.75 | 1.63 | 3.91 | 4.8 | 5.6 |
| PER (x) | 66.91 | 80.17 | 25.55 | 18.24 | 13.92 |
| PBR (x) | 2.54 | 2.54 | 2.32 | 2.06 | 1.93 |
| 每股淨值 * (元) | 36.64 | 36.58 | 40.15 | 45.22 | 48.26 |
| 每股股利 (元) | 0.80 | 0.85 | 2.50 | -- | -- |
| 殖利率 (%) | 2.24 | 2.74 | 6.07 | -- | -- |

* 以目前股本計算

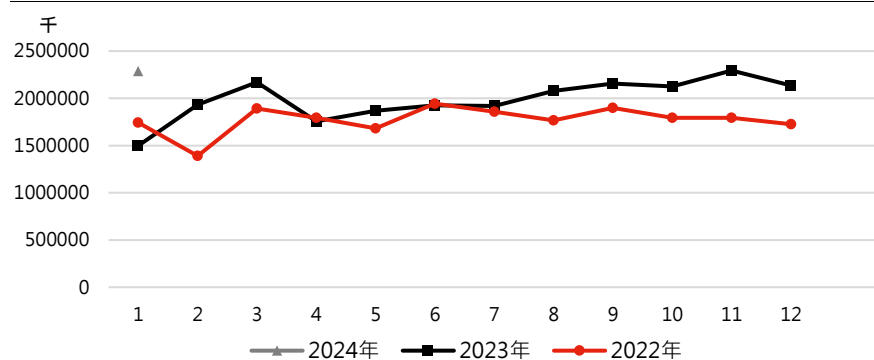
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Feb. 2024

營運基本資料

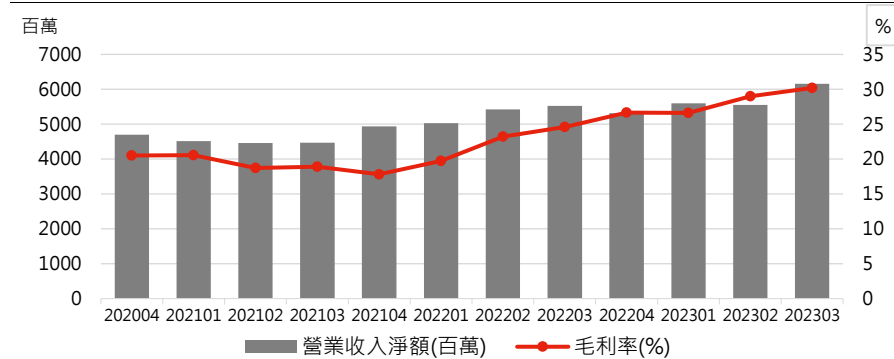
同業比較

| 代號 | 公司 | 投資建議 | 目前股價 | 市值(億) | 稅後 EPS | | PE | | PB | |
|----|----|------|------|-------|--------|------|------|------|------|------|
| | | | | | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 |

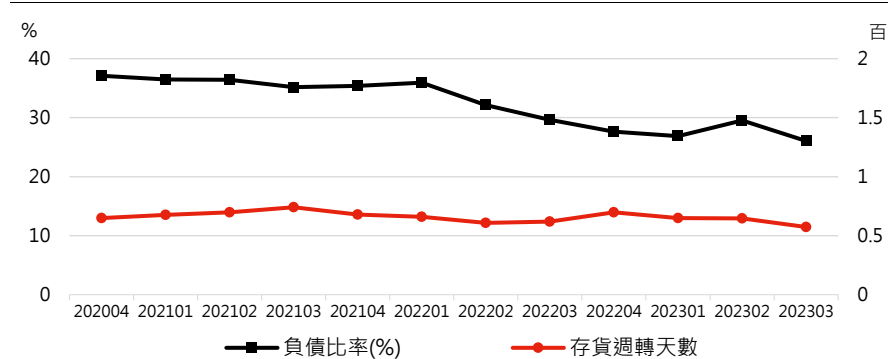
近三年單月營收狀況



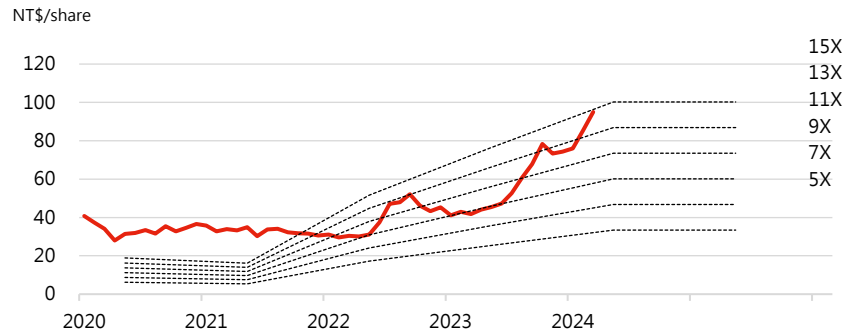
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



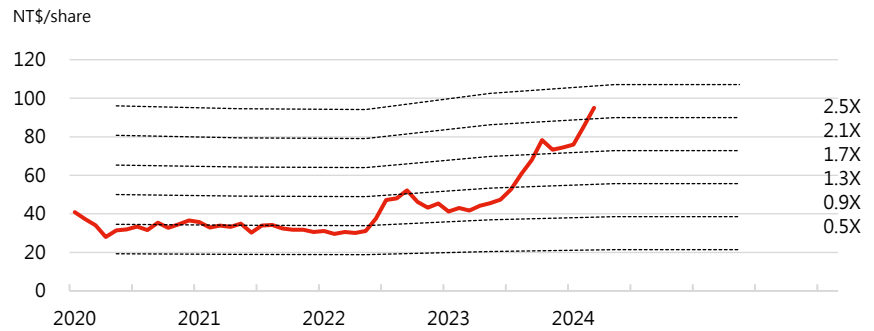
負債比率 VS 存貨周轉天數



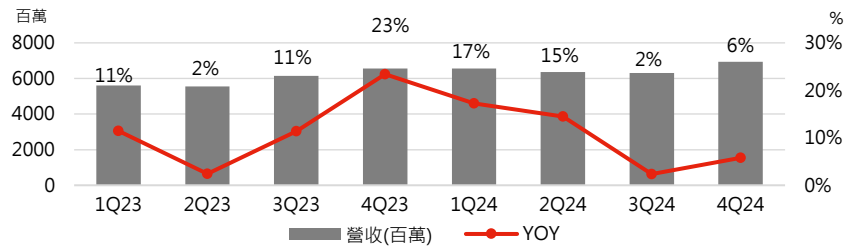
歷史 PE 圖



歷史 PB 圖

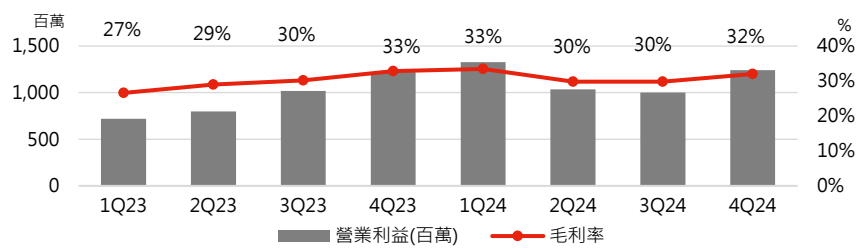


近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Feb. 2024

近八季營業利益及毛利率趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Feb. 2024

| | | |
|----|---|---|
| 臺北 | 永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868 | 永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345 |
| 香港 | 永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288 | |
| 上海 | 永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220 | |
| 倫敦 | 永豐金證券(歐洲)有限公司 6 Lloyds Avenue, London EC3N 3AX, UK 電話：(44-20) 7614-9999 | |

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Notice for UK Persons**

This Document may only be issued or passed on to any person in the United Kingdom if that person is of a kind described in Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2001 or otherwise pursuant to exemptions to section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000. In addition, no person who is an Authorized Person may issue or pass on this document, or otherwise promote SPSE, to any person in the United Kingdom other than by the rules of the Financial Conduct Authority (FCA) applicable to such Authorized Persons. This Document is confidential and is intended solely for the use of its recipient.

Important Disclosures for U.S. Persons

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

SinoPac Securities (Europe) Limited is regulated by the FCA