



2024/3/15

產業類別	汽車零組件
投資建議	買進  
收盤價	目標價
NT\$ 164.50	NT\$ 202.00

本次報告：座談會

## 交易資料

潛在報酬率 (%)	22.80
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	127.92-170.50
市值 (NT\$百萬元)	16400
市值 (US\$百萬美元)	521
流通在外股數 (百萬股)	100.00
董監持股 (%)	18.32
外資持股 (%)	13.01
投信持股 (%)	1.66
融資使用率 (%)	20.45

## 財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	6,067
ROA (%)	8.17
ROE (%)	15.86
淨負債比率 (%)	47.27

## 公司簡介

胡連精密為台灣車用連接器製造商，主要生產汽車端子、塑膠盒及模具等產品為主，4Q23 產品組合為端子 31.9%、塑件 40%、保險絲盒 10%、鑄雪車線束 2.2%、汽機車線束 4.9%、板端件 5%、高頻 3.4%及其他 2.6%。4Q23 年地區銷售比重：中國 82%、台灣 5%、越南 2%、印尼 2%、其他亞洲 4%、歐美 5%。

主要客戶：Magna、Piaggio、Marelli、中國自有品牌車廠  
主要競爭對手：

張予柔 yurou.chang@sinopac.com

## 胡連 (6279 TT)

### 2024 年展望樂觀

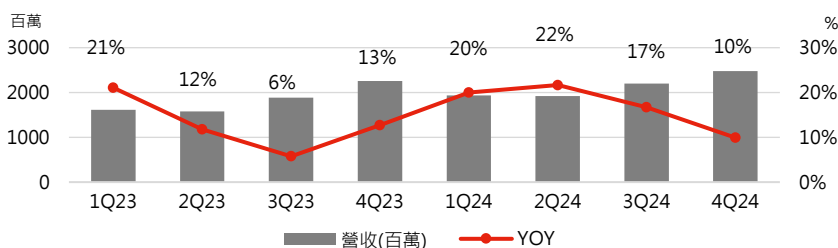
## 永豐觀點

展望 2024 年，各區域營收都將成長，毛利率有望提升 2 百分點。

## 投資評價與建議

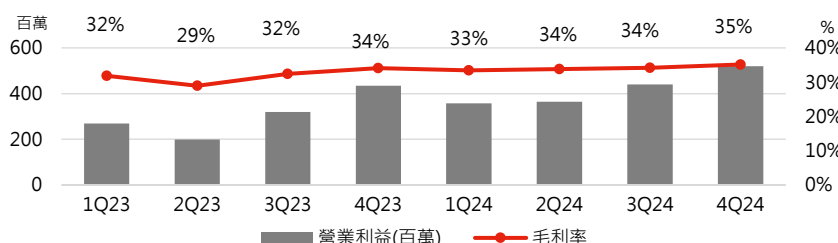
維持買進，微幅上修 2024 年營收獲利，目標價調整至 202 元：展望 2024 年，各區域營收都將成長，毛利率有望提升 2 百分點。長線而言看好高壓、高頻產品營收比重有望持續提升，帶動集團產品組合轉佳。本次略為上修 2024 年預估(參考表五說明)，預估 2024 年營收 85.3 億元(+16%YoY)，毛利率 34.21%，營業利益 16.8 億元(+37.6%YoY)，稅後淨利 13 億元(+41%YoY)，完全稀釋後稅後 EPS 11.85 元，本次以 2024 年 EPS 進行評價，將本益比評價 16 倍調整至 17 倍，目標價由 182 元調整至 202 元(17X\*2024 EPS 11.85 元)，維持買進建議。

## 近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 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，Mar. 2024

## 營運現況與分析

**胡連為台灣端子大廠：**胡連精密股份有限公司成立於 1977 年，為台灣車用連接器製造商，主要生產汽車端子、塑膠盒及模具等產品為主，4Q23 產品組合為端子 31.9%、塑件 40%、保險絲盒 10%、鑷雪車線束 2.2%、汽機車線束 4.9%、板端件 5%、高頻 3.4%及其他 2.6%。商業模式為將原物料(塑膠、銅等)製成端子或連接器後，供貨給下游線束或模組廠，再透過線束或模組廠交貨給汽車廠商。4Q23 年地區銷售比重：中國 82%、台灣 5%、越南 2%、印尼 2%、其他亞洲 4%、歐美 5%。中國客戶多為 OEM 車廠，主要為大陸自有品牌車廠，4Q23 比重為吉利 12%、比亞迪 6.5%、長安 6.5%、Tesla 2.4%、奇瑞 3.4%、五菱 2.9%。北美主要出貨鑷雪車連接線束，2022/12 後因客戶進行庫存調整，目前營收佔比由過往的近 10%下降至 3~4%。歐洲目前占比仍低，但受惠新客戶新訂單持續挹注，未來幾年營收將呈現倍數增長，主要客戶為 Magna、Pierrel 及 Marelli。

**胡連 4Q23 財報公布，本業略低於預期，但因迴轉前幾季預提所得稅，使得稅後淨利符合預期：**胡連 4Q23 受惠中國車市傳統旺季，推升整體營收 22.6 億元 (+20%QoQ、+13%YoY)，毛利率 34.08%，略低於研究處預估的 34.9%，但與市場預估數相當；業外匯損的負面影響，稅前淨利與研究處及市場預估的略低 10.6%、8.7%，但因前三季預提較多所得稅費用，於 4Q23 迴轉，使得稅後淨利與預期相當。胡連 2023 年總營收成長 12%，毛利率提升約 2 百分點，費用率提升約 1 百分點，本業淨利+18%YOY。然 2022 年業外有處分利益貢獻 1 億多及匯兌利益，所以 2023 年業外年減較多，影響整體稅後淨利年衰退約 8%。2023 年毛利率年增 2 個百分點的原因：1) 原物料銅價微幅下降 4%，對毛利率正向；2) 2023 年端子、塑件比較高(合計 72%)，2022 年 69%，高頻連接器產品 2023 年 2.5%(2022 年 1.5%)，使得產品組合轉佳。

表一：胡連 4Q23 年財務數字與預估值差異

百萬元	4Q23 (實際數)	4Q23 (永豐預估)	4Q23 (市場預估)	與永豐預估 差異(%)	與市場共識 差異(%)
營業收入	2,257	2,255	2,246	0.08%	0.47%
營業毛利	769	787	768	-2.28%	0.16%
營業利益	434	475	450	-8.53%	-3.50%
稅前淨利	392	439	430	-10.59%	-8.68%
稅後淨利	339	337	334	0.36%	1.47%
每股盈餘(元)	3.08	3.07	3.04	0.36%	1.47%
Margin (%)					
營業毛利率	34.08%	34.91%	34.19%		
營業利益率	19.25%	21.06%	20.04%		
稅後淨利率	15.00%	14.96%	14.85%		

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Mar. 2024

**2024 年營收有望年增 15.9%：中國客戶 2024 年展望樂觀，胡連樂觀看待客戶拉貨動能、非中國區營收 2024 年將成長>20%：**胡連中國主要客戶是近幾年表現優於產業平均的自主品牌(參考表一)，展望 2024 年，研究處預估胡連在持續增加新品項出貨下，有望帶動中國營收成長雙位數。占比約 25~30%的非中國營收：(1) 美國鑷雪車線束及歐洲新專案 2023 年出貨低於預期，4Q23 鑷雪車線束庫存調整告一段落，歐洲新客戶及新專案也會陸續放量，2024 年有望在低基期下，歐美市場將有 50%~100%增長。1Q24 比雅久將新增兩個機車線束產品，預估比雅久歐洲今年貢獻約 8,000 萬台幣營收。(2) 胡連持續開拓印度市場，將持續拓展與當地品牌的合作，成長可期。(3) 東南亞市場 2024 年以日系 OEM 成長為主，印尼

新廠明年開出後也將先滿足當地需求。

表二：胡連主要客戶，2023 年表現強勁、2024 年展望樂觀

車企	2023年銷量	YOY	2024年目標
比亞迪	302萬輛	62%	市場預估400~500萬輛。
奇瑞	188萬輛	52.6%	目標是銷量的增長率再超行業10-20個百分點。
吉利	168萬輛	18%	190萬輛。吉利品牌140.5萬輛、領克品牌26.5萬輛、極氪品牌23萬輛。其中包含純電車51萬輛、插混30萬輛，新能源車成長>66%。內銷157萬輛、出口33萬輛。
長安	255萬輛	8.8%	240萬輛，新能源車成長，其中深藍汽車的全球銷量目標是45萬輛，成長3倍。燃油車保守。
特斯拉	181萬輛	38%	市場預估220~230萬輛。

資料來源：Bloomberg、各公司官網；永豐投顧研究處預估及整理，Mar. 2024

表三：胡連各地區營收預估及說明

	2023年營收占比	2024年營收占比(F)	營收YOY%(F)	說明
中國	77.87%	75.46%	12.31%	保守估計新併購之嘉興線束廠；主要客戶如比亞迪、吉利等自主品牌訂單展望仍強勁；新產品如高頻連接器滲透率提升
美國	3.38%	4.65%	59.60%	鑄雪車線束庫存調整於4Q23告一段落，2024年恢復成長到疫情前的拉貨水準
台灣	6.61%	6.80%	19.13%	電動機車出貨轉強
越南	2.13%	2.20%	20.06%	預期越南機車市場會復甦
印尼	3.18%	3.26%	18.61%	印尼新廠開出
亞太	5.30%	5.42%	18.61%	
歐洲	1.54%	2.21%	66.66%	新客戶新專案出貨陸續出貨，因出貨排程較為確定，本次略為上修歐洲營收預估
集團	100.00%	100.00%	15.90%	

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Mar. 2024

**2024 年毛利率有望提升 2 個百分點：**4Q23 傳統旺季，稼動率高，且銅成本價平均約低 3%，4Q23 毛利率達 34.08%。1Q24 營收有望年成長 2 成以上，但稼動率會受過年影響，且因 4Q23 銅價微幅提升，將遞延反映於 2、3 月，用銅成本將會季增 1、2%，毛利率應該會微幅季減。而 2Q24 進入中國 OEM 相對淡季，中國區營收或將季減，但非中國區營收將季成長約 2 成，使總營收僅微幅季減。2024 年預估用銅成本約成長 3% 左右，塑料預估成長 5%，但在更多新品項貢獻(如高毛利的高頻連接器營收比重增加)及營收規模持續雙位數提升之下，預估 2024 年毛利率約成長 2 個百分點。

**全球汽車連接器市場集中度較高，目前仍為國際龍頭廠商主導，但中國新能源車興起迅速，帶動國產化替代需求：**2021 年統計數據顯示，全球汽車連接器市佔前四名為泰科、矢崎、安波福及羅森伯格，市佔率達 70%。但連接器產業具有多樣、交期短、產品穩定性要求高等，故隨著中國新能源車浪潮快速崛起，成為全球最大的新能源汽車生產基地，且由中國自主品牌占據主導地位之下，本土連接器廠商憑藉快速反應市場、成本控制等優勢，提升國產替代需求。

表四：主要車用連接器應用

類別	主要應用	競爭同業
低壓連接器	工作電壓一般為 14V，傳統燃油車的 BMS、空調系統、車燈等。	
高壓連接器	用於 60~380V 以上電壓等級的傳輸、提供 10A-300A 以上電流等級的傳輸。主要應用於新能源汽車電池、PDU(高壓配電箱)、OBC(車用充電器)、DC/DC、空調、PTC 加熱、直/交流充電介面等。	國際大廠：泰科電子、羅森伯格
		中國廠商：中航光電、瑞可達
高速高頻連接器	包含射頻連接器 FAKRA、Mini-FAKRA 及 HSD(高速資料)，乙太網路連接器，主要應用於導航與駕駛輔助系統(鏡頭、感測器等)、娛樂系統、車內高速網路系統、聯網化(5G/V2X 等通信)等。	國際大廠：泰科電子、羅森伯格
		中國廠商：電連技術、瑞可達

資料來源：永豐投顧研究處整理，Mar. 2024

**電動化帶動高壓連接器需求：**傳統燃油車工作電壓一般為 14V，僅需使用低壓連接器用於 BMS、空調系統和車燈等。而新能源汽車採用電力驅動電機的原理，核心在電池、電機、電控的三電系統，為達到較大扭矩和扭力，需提供大功率的驅動能量，則需要使用高壓連接器。且目前為達到更快充電速度(即更高的充電功率)，整車平台高壓化成為新能源汽車發展趨勢，多家新能源車企推出 800V 高壓平臺，則單車高壓連接器數量有望持續提升。目前汽車單車使用低壓連接器總價值約 5,000 元台幣，新能源汽車高壓連接器的單車價值可增加 8,000~10,000 元，而在 800V 平台下高壓連接器的單車價值可再增加 3,000~6,000 元。目前在高壓連接器的產品指標，如額定電流、額定電壓及工作溫度範圍等指標上，中國本土企業高壓連接器產品性能已經和國外高壓連接器產品性能接近。

**智能化推升高頻高速連接器需求：**包含射頻連接器 FAKRA、Mini-FAKRA 及 HSD(高速資料)，乙太網路連接器。汽車智能化、聯網化需新增高清鏡頭、各類感測器，以及 5G、V2XS、GPS 等天線模組，則種種模組之間的資料傳輸量相比過往的汽車大幅增加，需要高速、可靠、低延時的資料傳輸，因此帶動高速連接器需求快速發展。目前估算單車高速連接器價值約 5,000 元台幣，隨著輔助自動駕駛級別持續提升、車載娛樂影音品質提升，以及 OTA 遠端升級、V2X 等一系列聯網技術的發展，單車價值有望再持續提升。而在汽車智能化的發展快速之下，Fakra 資料傳輸速度難以滿足需求，且其產品體積較大，未來將由傳輸速度更高且體積更小的高速集成 Mini Fakra 連接器取代。目前主流的車載連接器標準多掌握在羅森伯格等國際大廠手中，而 Fakra 連接器發展較久，中國本土廠商 Fakra 連接器工藝已成熟，但如 Mini-Fakra、乙太網這兩大類連接器發展則相對緩慢，係國產替代提升的空間來源。

**胡連中長線發展動能—提升附加價值高的新產品，提升對客戶的滲透率及產品廣度：**汽車電動化帶來高壓連接器需求，汽車智能化、聯網化提升對高速連接器需求，預估全球電動車連接器市場預計將從 2023 年的 20 億美元成長到 2030 年的 109 億美元，CAGR+27.1%(圖二)，而最大的電動車市場—亞太地區將成為預測期內成長最快的電動車連接器市場。研究處看好胡連在高壓、高頻高速的發展，其毛利率優於平均，目前也已切入眾多車企如吉利、奇瑞、長安等客戶，雖然目前營收占比仍低，僅 2.5%，主要係目前相較於主要競爭對手羅森伯格、泰科等國際大廠，胡連的高壓、高頻產品線仍不夠完整。看好未來胡連積極開發產品、補齊產品線，有望在連接器市場規模穩健增長之下，作為國產替代廠商滲透市場，出貨給關係密切

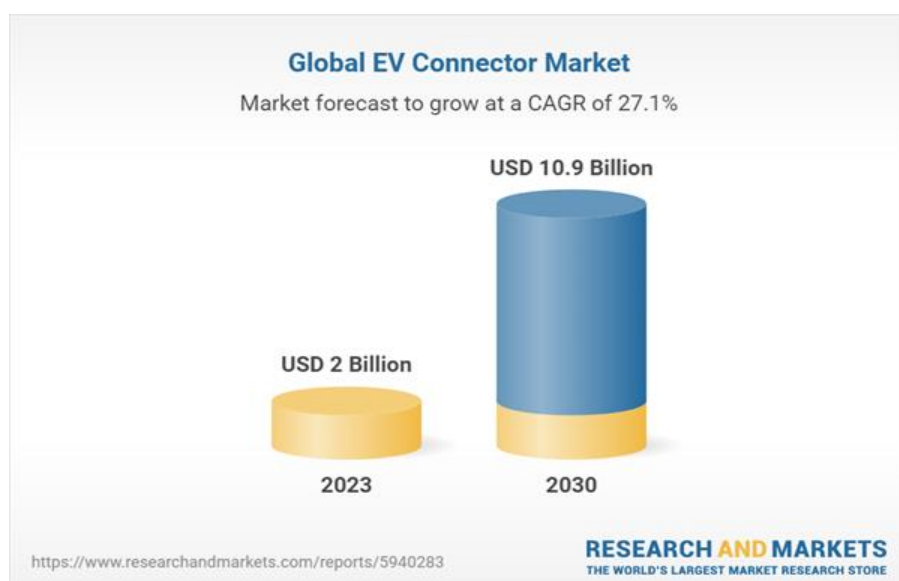
的自主品牌客戶，或透過 LEAR 推廣給新客戶。高頻成長動能來自吉利、奇瑞、中國通用，高壓則是奇瑞、零跑、江淮商用車等，預估 2024 年有望將營收占比提升至 5%。

圖一：胡連積極布局附加價值高的新產品



資料來源：胡連，Mar. 2024

圖二：全球電動車連接器市場預計將從 2023 年的 20 億美元成長到 2030 年的 109 億美元，CAGR+27.1%



資料來源：research and markets，Mar. 2024

維持買進，微幅上修 2024 年營收獲利，目標價調整至 202 元：展望 2024 年，各區域營收都將成長，毛利率有望提升 2 百分點。長線而言看好高壓、高頻產品營收比重有望持續提升，帶動集團產品組合轉佳。本次略為上修 2024 年預估(參考表五說明)，預估 2024 年營收 85.3 億元(+16%YoY)，毛利率 34.21%，營業利益 16.8 億元(+37.6%YoY)，稅後淨利 13 億元(+41%YoY)，完全稀釋後稅後 EPS 11.85 元，本次以 2024 年 EPS 進行評價，將本益比評價 16 倍調整至 17 倍，目標價由 182 元調整至 202 元(17X\*2024EPS 11.85 元)，維持買進建議。



表五：胡連 2024 年財務預估數調整 單位：百萬元

百萬元	2024 (調整後)	2024 (永豐原預估)	與原預估 差異(%)	說明
營業收入	8,531	8,429	1.21%	上修高頻營收、歐洲新客戶訂單
營業毛利	2,918	2,876	1.46%	稼動率、高毛利產品比重提升
營業利益	1,681	1,637	2.69%	
稅前淨利	1,697	1,653	2.67%	
稅後淨利	1,303	1,253	3.97%	原稅率估計較高，考量今年盈餘 匯回金額略低於去年，故下修
每股盈餘(元)	11.85	11.40	3.97%	
Margin (%)				
營業毛利率	34.21%	34.13%		
營業利益率	19.71%	19.42%		
稅後淨利率	15.27%	14.87%		

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Mar. 2024

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1F	24Q2F	24Q3F	24Q4F	2024F
營業收入	1,932	1,920	2,199	2,480	8,531
營業毛利	646	649	752	871	2,918
營業利益	358	363	440	520	1,681
稅前淨利	362	368	444	523	1,697
稅後純益	278	282	341	402	1,303
稅後 EPS (元)	2.53	2.57	3.10	3.65	11.85
營收 QoQ 成長率	-14.36	-0.62	14.53	12.78	--
營收 YoY 成長率	20.00	21.67	16.72	9.93	16.38
毛利率	33.44	33.80	34.20	35.16	34.20
營益率	18.53	18.96	20.01	20.97	19.70
稅後純益率	14.39	14.69	15.51	16.21	15.27

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2024

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2020	2021	2022	2023	2024F
營業收入	3,653	4,949	6,527	7,331	8,531
%變動率	-3.64	35.46	31.88	12.32	16.37
營業毛利	1,330	1,736	1,965	2,349	2,918
毛利率 (%)	36.40	35.08	30.11	32.04	34.2
營業淨利	694	968	1,038	1,221	1,681
稅前淨利	680	956	1,258	1,205	1,697
%變動率	20.80	40.59	31.59	-4.24	40.83
稅後純益	557	789	1,000	921	1,303
%變動率	20.07	41.45	26.80	-7.87	41.48
稅後 EPS * (元)	5.59	7.91	10.03	9.24	11.85
市調 EPS * (元)	4.35	8.02	9.56	9	11.2
PER (x)	29.43	20.80	16.40	17.80	13.87
PBR (x)	3.56	3.29	2.95	2.70	2.73
每股淨值 * (元)	46.17	50.00	55.70	60.85	60.28
每股股利 (元)	4.00	5.00	5.60	--	--
殖利率 (%)	3.89	3.83	4.03	--	--

\* 以目前股本計算

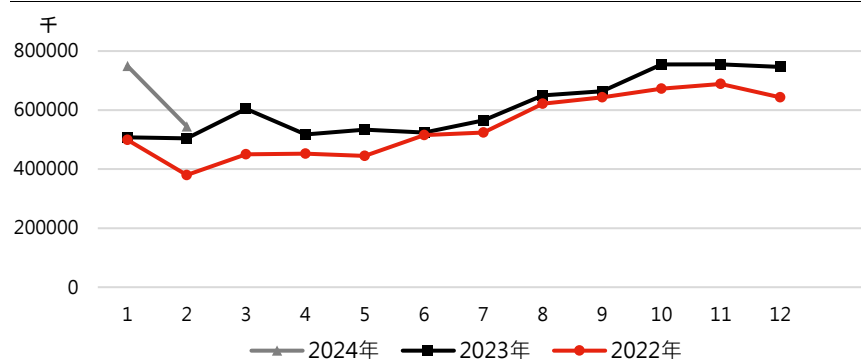
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2024

## 營運基本資料

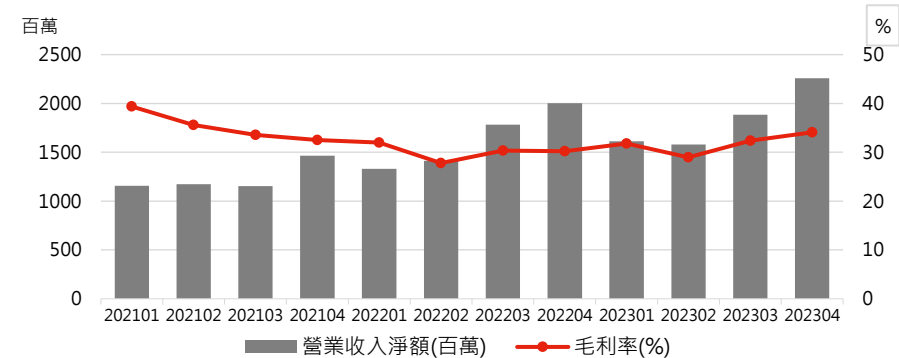
### 同業比較

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

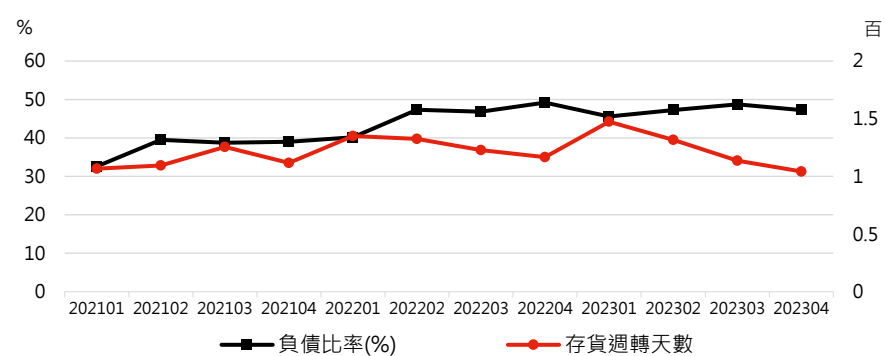
### 近三年單月營收狀況



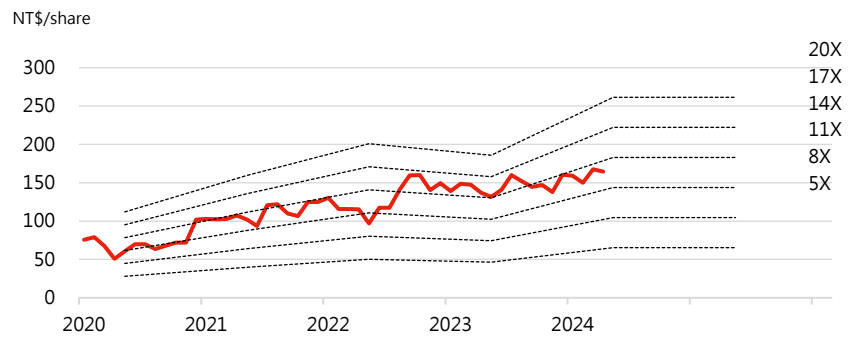
### 近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



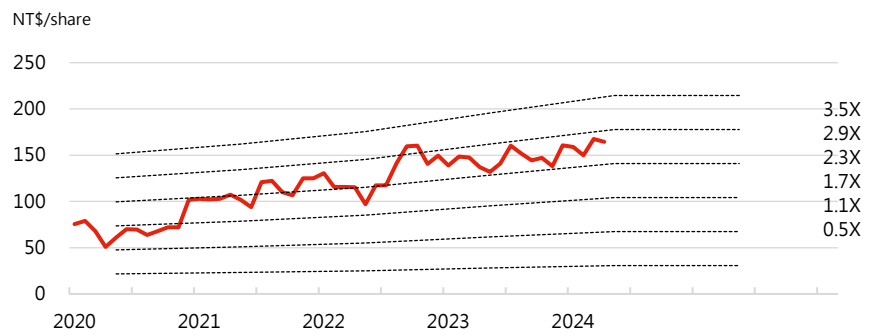
### 負債比率 VS 存貨周轉天數



## 歷史 PE 圖



## 歷史 PB 圖





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**