



2024/11/11

產業類別	連接元件	
投資建議	買進	
收盤價	NT\$ 521.00	目標價
	NT\$ 777.00	

本次報告：法說會

交易資料

潛在報酬率 (%)	49.14
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	218.90-521.00
市值 (NT\$百萬元)	86750
市值 (US\$百萬元)	2,701
流通在外股數 (百萬股)	167.00
董監持股 (%)	3.06
外資持股 (%)	37.92
投信持股 (%)	20.01
融資使用率 (%)	9.15

財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	24,585
ROA (%)	4.28
ROE (%)	9.85
淨負債比率 (%)	55.02

公司簡介

貿聯-KY 總部設於加州 Fremont，目前主要產品類別分為：資訊、電器、車用、工業、其它等五大類，貿聯於 2021 年 10 月宣布併購 LEONI 工業事業群，於 2022/1/21 起，正式併入該部門並稱之為 INBG。併入 INBG 部門後大幅提升工業用比重，3Q24 貿聯-KY 產品比重為工業用 39%、資訊 26%、車用 16%、電器 18%。

主要客戶：

主要競爭對手：

貿聯-KY (3665 TT)

漲勢難停

◎ 永豐觀點

HPC 及半導體設備業務 2025 年將爆發性成長，目前評價還很便宜。

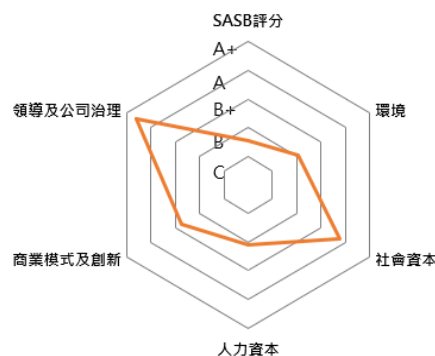
📄 投資評價與建議

維持買進建議：考量(1) 2025 年主要引領成長的業務為毛利率較高的 HPC 及半導體設備業務，其新舊客戶需求強勁優於研究處預期、(2) 新併購案納入損益表預估，故本次研究處上修今年預估。預估 2024、2025 年營收分別為 542.6、687 億元 (+6.3%、+26.6%YoY)，毛利率 28.31%、29.85%，營業利益將年增 52.3%、61.7%，稅後淨利 40.4、67.9 億元(+74%、+68%YoY)，稅後 EPS 21.02、35.34 元(使用完全稀釋後股本 19.2 億計算)。目前評價落於 2025 年 EPS 的 14.7X，為歷史區間 (10~25X) 中下緣，且參考目前 AI 供應鏈 Forward PE 為 18~35X，研究處認為貿聯營收成長性強勁、且產品組合持續轉佳等，值得提升評價。維持買進建議，目標價因上修 EPS 及本益比而調整至 777 元(22X 2025 完全稀釋後 EPS 35.34 元)。

📄 ESG 評析

貿聯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 A 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	A
環境	B+
社會資本	A
人力資本	B+
商業模式及創新	B+
領導及公司治理	A+

資料來源：SinoPac+ ESG 評鑑系統，Nov. 2024 (以 2022 年貿聯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

貿聯-KY 是全球領先的連接器公司之一：貿聯-KY 總部設於加州 Fremont，目前主要產品類別分為：資訊、電器、車用、工業、其它等五大類，貿聯於 2021 年 10 月宣布併購 LEONI 工業事業群，於 2022/1/21 起，正式併入該部門並稱之為 INBG。INBG 工業應用是線束和系統解決方案的市場及技術領頭羊，主要產品類別有矽膠應用線材(SIL)、工業自動化與驅動裝置(AD)、客製化線束設計(TMP)、醫療保健(HC)、數據通訊解決方案(TS)、機器人解決方案(RS)。併入 INBG 部門後大幅提升工業用比重，3Q24 貿聯-KY 產品比重為工業用 39%、資訊 26%、車用 16%、電器 18%。貿聯主要核心能力，在於高技術及客製化開發零組件製造，產品開發以多角化及差異化策略，INBG 加入後將帶來工業領域更頂尖的技術和市場領先地位，並且增強產品組合的附加價值，增加歐美據點提升在地市佔、區域互補並增大合併效應。目前製造基地遍及歐美、中國、馬來西亞及墨西哥等共 34 座工廠。

圖一：貿聯 3Q24 年營收比重與成長性

	工業用	電器用	車用	資訊科技 與數據傳輸
BizLink 2024 第三季	39%	18%	16%	26%
QoQ	預期 實績	預期 實績	預期 實績	預期 實績
YoY	實績	實績	實績	實績

資料來源：貿聯-KY；Nov. 2024

3Q24 財報繳出亮眼成績，大幅優於市場預期：3Q24 營收 142.6 億元 (+9.8%QoQ/-8.4%YoY)，優於市場預期。其中，工業應用類營收+6%QoQ、+7%YoY，受惠半導體設備及能源業務推動成長，醫療緩慢增長，而工廠自動化則仍舊疲弱；整體 IT 營收+22%QoQ、+36%YoY，IT 業務已連續三季季增，主要來自 HPC 增長帶動；車用業務營收-3%QoQ、-28%YoY，仍尚未走出谷底；家電類產品+8% QoQ、+13%YoY，已連續三季都年增。

3Q24 之原幣營收按地區別來看，占比合併營收 30~35%的歐洲地區仍舊疲軟(-4%QoQ、-19%YoY)；美國(+1%QoQ、+17%YoY)及中國(+24%QoQ、+28%YoY)營收皆回溫，皆分別占比約 20~25%；其他亞洲地區(+30%QoQ、+36%YoY)，東南亞成長最為快速，貿聯在此積極擴產並服務在地化客戶的成效彰顯。

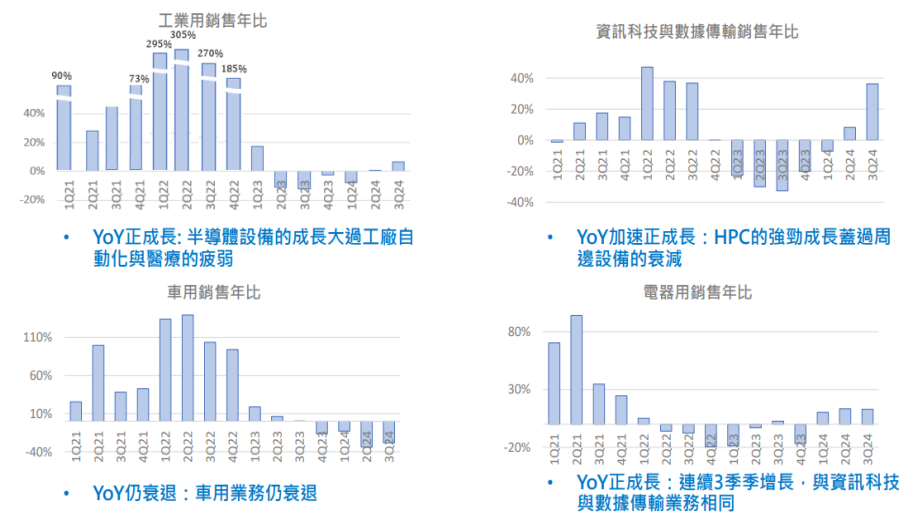
3Q24 合併毛利率提升約 2.6 個百分點至 29.33%，創下近 8 年來新高，主要得益於具有高利潤率 HPC 和半導體設備業務持續增長，且受惠整體生產效率提升。營業率上升約 3.2 個百分點至 13.97%，營業利益年增 41%。業外方面，雖然有匯兌損失，但因貿聯降低槓桿進而減少財務成本，且稅務結構改善後使稅率降至 30.67%，稅後淨利達 12.6 億元(+25%QoQ、+70%YoY)，本業獲利及稅後淨利均改寫歷史新高，大幅優於市場預期(如表一所示)。

表一：3Q24 財報實際數與預估數差異(使用完全稀釋後股本 19.2 億計算)

百萬元	3Q24	3Q24 (永豐預估)	3Q24 (市場預估)	與永豐 預估差異(%)	與市場共識 差異(%)
營業收入	14,259	13,713	13,811	3.98%	3.25%
營業毛利	4,182	3,890	3,867	7.50%	8.14%
營業利益	1,992	1,665	1,658	19.69%	20.15%
稅前淨利	1,813	1,502	1,584	20.74%	14.43%
稅後淨利	1,257	1,036	1,074	21.34%	17.08%
每股盈餘(元)	6.55	5.40	5.59	21.34%	17.08%
Margin (%)					
營業毛利率	29.33%	28.37%	28.00%		
營業利益率	13.97%	12.14%	12.01%		
稅後淨利率	8.82%	7.56%	7.78%		

資料來源：永豐投顧研究處整理，Nov. 2024

圖二：貿聯 3Q24 各業務表現說明



資料來源：貿聯-KY；Nov. 2024

成功併購 Easys 與 Cable Connection：Easys 與 Cable Connection 於 2023 年的營收分別為 4,450 萬歐元和 2,230 萬美元，併購 Easys 的交易包含斯洛伐克的生產設施、新產品及強大的客戶，未來將新增更多半導體設備的整機系統整合與 Box build 的產能和技術，以滿足半導體設備業務的需求。而 Cable Connection 為醫療保健、汽車、通訊、半導體等行業提供客製化電纜組件、線束、整機構建解決方案等。兩項併購案都將增強貿聯在工業領域的 NPI、組裝與系統整合的競爭力，營收皆將併入工業用業務分類中。

2025 年迎來大爆發，HPC 及半導體設備為最大推動力：展望 4Q24，半導體設備和 HPC 將保持增長，車用相對疲弱，電器將進入季節性放緩期。展望 2025 年，貿聯將迎來業績成長大爆發，重點仍是半導體設備和 HPC 的強勁增長，研究處預估 2025 年貿聯集團合併營收將成長 26.6%，其中資訊科技與數據傳輸部門(IT)將成長 74%(其中 HPC 將成長 100%)、工業部門(包含兩項新併購部門)將成長 17.5%、車用成長 8.9%、電器成長 1%；占比將分別為 33.04%、36.9%、15.67%、13.56%。

(2024 年預估占比分別為 24.06%、39.76%、18.22%、16.97%)。

圖三：貿聯 4Q24 營運展望

BizLink 2024 第四季 QoQ	工業用	電器用	車用	資訊科技 與數據傳輸
	預期	預期	預期	預期
Highlights	資本設備 TMP, 能源	新產品	---	高效能運算
Lowlights	工廠自動化	舊產品	電動車	週邊設備

資料來源：貿聯-KY；Nov. 2024

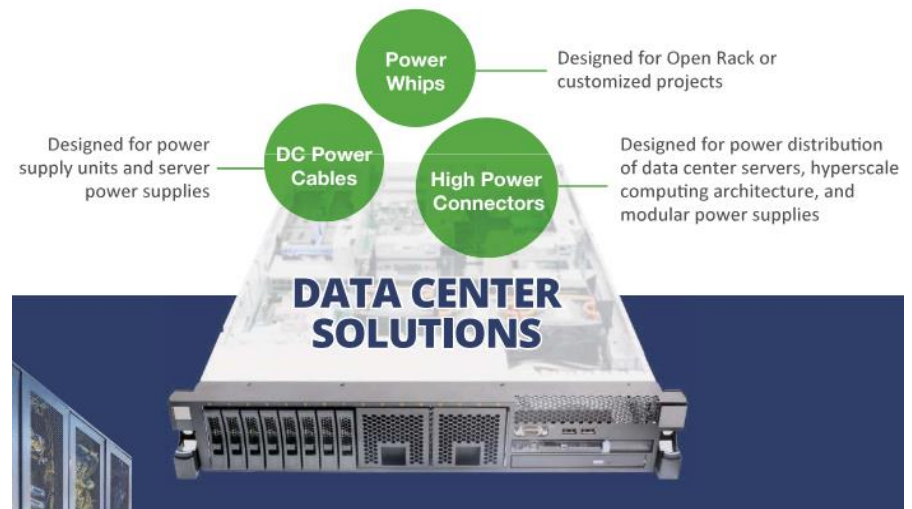
工業部門主要由半導體設備及能源帶動成長、工廠自動化尚待反彈。2024、2025 年工業部門營收預估分別增長 5.74%、17.52%(前次預估 4.7%、11.3%)；半導體設備業務 2024 年溫和復甦，2025 年將逐步重返上行週期，成為主要成長動能之一。半導體設備有多種商業模式：電纜組裝、線束至箱體組裝、系統整合，及從按圖標準化生產到客製化設計的工程訂製，貿聯擁有強大的研發資源、供應鏈管理及少量多樣的生產能力，可以提供客戶一站式服務。在產業逐步回溫之下，貿聯已感受到半導體設備客戶下單需求明顯開始上升，且貿聯競爭力強獲客戶青睞，除了更高端半導體設備產品線的收入持續提升外，也將切入新的客戶。工廠自動化預計緩步觸底，但能見度較低，仍需持續觀察。能源業務方面，貿聯主要生產商用儲能電池 MegaPack、家用儲能電池 Powerwall 等相關線束，目前占比總營收約低個位數，隨著全球儲能市場增長，尤其美系客戶在美國及中國加速佈建之下，研究處預估 2025 年貿聯能源業務將成長雙位數。在併購 Easys 後，資本設備將達工業用營收中比重最高，進一步提升營運表現。研究處看好貿聯在工業應用的積極布局，並將兩大併購案納入損益表預估，預估 2025 年將貢獻 23.5 億營收、稅後 EPS 1.83 元。

高效能運算(HPC) 大電流、高速線束產品高速成長，成為 GB200 供應鏈，成長可期。2024、2025 年整體營收預估分別增長 52%、100%(前次預估 36.9%、104.7%)；3Q24 HPC 營收大幅跳升(推算為+44%QoQ、+75%YoY)，係來自新舊客戶對大電流電源線、高速傳輸線束等需求持續強勁所帶動。HPC 營收占總營收之比重已由 1Q19 的 2~5%提升為 3Q24 的 20%，營收絕對值提升 8~9 倍。近一年來 AI 新應用大爆發，帶動資料處理、高速運算等需求暴增，進而要求網路層資料高傳輸速度和低延遲。隨著速度不斷提高，電纜功能在資料傳輸中變得越來越重要，超大規模資料中心內最常見的三種實體連接方式包括：直連銅纜 (DACs)、主動式光纖纜線 (AOCs) 和目前比較新的主動式電纜 (AECs)，目前貿聯已量產 400G 高速數據線，並開始交付 800G 高速數據線，並提供多種解決方案給現有客戶以及用於最新的 AI 人工智慧運算平台的新客戶，且正在開發矽光子共同封裝技術(CPO)的傳輸解決方案。

另外一大成長引擎來自 GB200 產品，貿聯預計出貨包含 30A 和 60A 大電流 AC 線、power whip、rack busbar、inner busbar 及傳輸線束等，以支援 33~70kW 的機架式電源和高達 100kW 的機櫃功率，且貿聯在與終端 CSP 客戶 M、A 客戶已有緊密合作經驗，將能取得較大市占份額。研究處依照貿聯於不同 CSP 客戶中各產品可能取得的份額，及每櫃伺服器(NVL36、72)不同產品的用量、ASP 等，進行貿聯的 GB200 營收獲利測算，研究處預估 2025 年該營收將貢獻 82 億元，貢

獻 EPS 6.8 元(完全稀釋後)。在高附加價值業務—GB200 伺服器以及原有的 HPC 客戶強勁訂單挹注之下，HPC 今年營收占比預估為 17.73%、28%(前次預估為 16.3%、26.5%)，有望帶動整體集團產品組合轉佳。

圖四：貿聯 DATA CENTER SOLUTIONS



資料來源：貿聯-KY；Nov. 2024

車用部門及電腦周邊設備今年營收衰退，電器增長：汽車部門主要包含電動車、矽膠部門及充電業務，因終端市場競爭激烈，主要客戶成長放緩，且貿聯於特定客戶的供應份額下降，雖對 4Q24 仍保守看待，但有機會緩步落底，呈 L 型復甦。研究處估計汽車業務今年將微幅衰退，而明年在低基期且車廠調整完庫存、推出更多新品後有望重返增長。而電腦周邊務今年隨著電腦行業觸底並在 2H24 開始復甦，有機會持續回沖庫存，但研究處仍保守預估 2024 年微幅衰退。電器業務今年因新的系統整合專案量產及首度出貨而成長，不過預計 4Q24 將進入季節性放緩期。

2H24 將重返增長、2025 年迎來成長大爆發：考量 1) 2025 年主要引領成長的業務為毛利率較高的 HPC 及半導體設備業務，其新舊客戶需求強勁優於研究處預期、2) 新併購案納入損益表預估，故本次研究處上修今年預估。預估 2024、2025 年營收分別為 542.6、687 億元(+6.3%、+26.6%YoY)，毛利率 28.31%、29.85%，營業利益將年增 52.3%、61.7%，稅後淨利 40.4、67.9 億元(+74%、+68%YoY)，稅後 EPS 21.02、35.34 元(使用完全稀釋後股本 19.2 億計算)。目前評價落於 2025 年 EPS 的 14.7X，為歷史區間(10~25X)中下緣，且參考目前 AI 供應鏈 Forward PE 為 18~35X，研究處認為貿聯強勁的營收成長性、持續轉佳的產品組合等，值得提升評價。維持買進建議，目標價因上修 EPS 及本益比而調整至 777 元(22X 2025 完全稀釋後 EPS 35.34 元)。

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4F	2024F
營業收入	12,426	12,984	14,259	14,588	54,257
營業毛利	3,273	3,650	4,182	4,253	15,358
營業利益	1,101	1,483	1,993	1,876	6,453
稅前淨利	928	1,484	1,813	1,733	5,958
稅後純益	581	1,002	1,257	1,196	4,036
稅後 EPS (元)	3.02	5.22	6.55	6.23	21.02
營收 QoQ 成長率	1.89	4.49	9.82	2.31	--
營收 YoY 成長率	-2.17	-0.16	8.43	19.62	6.28
毛利率	26.34	28.11	29.33	29.15	28.31
營益率	8.86	11.42	13.97	12.85	16.41
稅後純益率	4.65	7.70	8.82	8.19	7.44

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Nov. 2024

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	28,564	53,757	51,052	54,257	68,700
%變動率	26.74	88.20	-5.03	6.28	26.62
營業毛利	6,629	13,787	12,587	15,358	20,504
毛利率 (%)	23.21	25.65	24.65	28.31	29.85
營業淨利	2,658	5,546	4,237	6,453	10,431
稅前淨利	2,641	5,293	3,442	5,958	10,031
%變動率	17.12	100.37	-34.96	73.1	68.36
稅後純益	2,036	3,838	2,317	4,036	6,786
%變動率	11.37	88.51	-39.63	74.19	68.14
稅後 EPS * (元)	15.22	24.77	14.37	21.02	35.34
市調 EPS * (元)	11.99	23.8	16.12	22.48	--
PER (x)	34.23	21.03	36.26	24.79	14.74
PBR (x)	4.74	3.62	3.46	3.54	2.93
每股淨值 * (元)	110.00	143.77	150.55	147.37	178.03
每股股利 (元)	9.54	10.10	8.83	--	--
殖利率 (%)	4.03	4.56	3.38	--	--

* 以目前股本計算

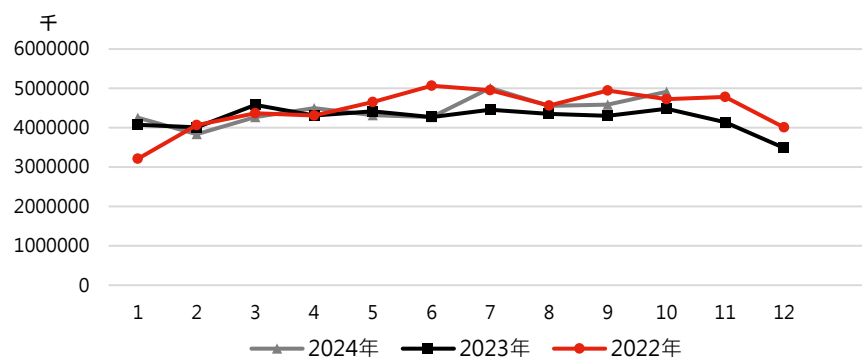
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Nov. 2024

營運基本資料

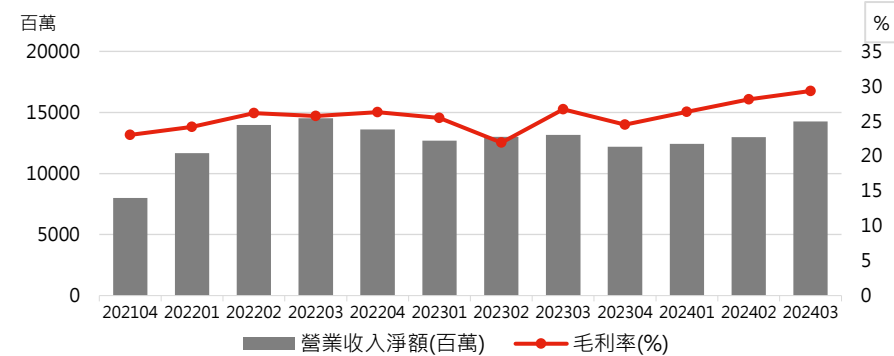
同業比較

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

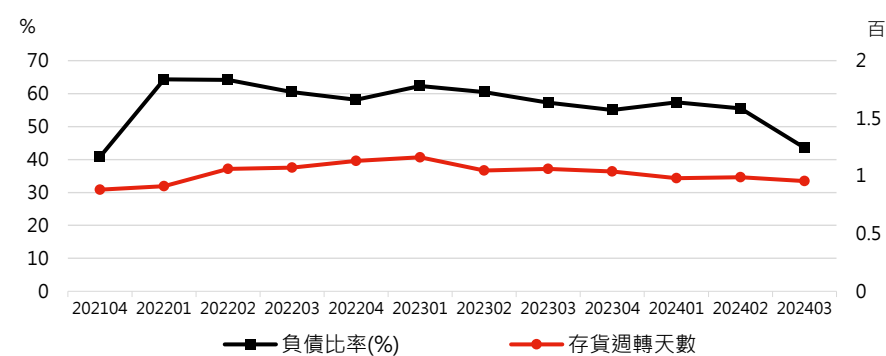
近三年單月營收狀況



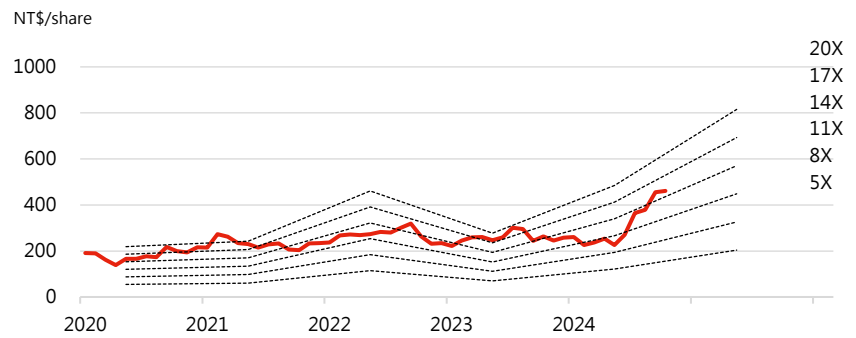
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



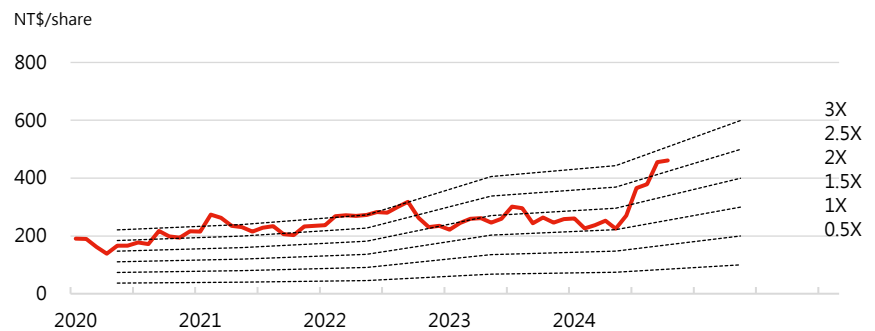
負債比率 VS 存貨周轉天數



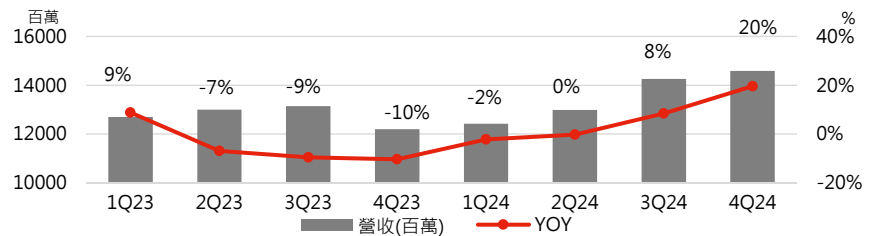
歷史 PE 圖



歷史 PB 圖

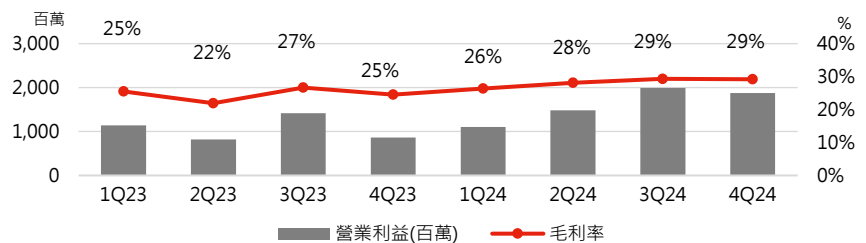


近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Nov. 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，Nov. 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	

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。

SinoPac⁺ ESG 評鑑系統為全方位評估企業之永續績效與風險，結合產業指標與跨產業共同指標，其中，產業指標完全依循 SASB 產業準則建置，並參照國際永續相關準則及在地法規，跨產業指標則依循 SASB SICs® 永續產業分類系統，篩選出台灣上市櫃企業共同重視之 SASB 永續議題，並參照國際永續相關準則。主要評估依據為企業最新發布之企業社會責任報告書(或永續報告)。惟此指標不代表提及之數據及預測，不必然代表投資績效。

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。

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.

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

SinoPac⁺ ESG 評鑑系統級距說明

A+ 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在前 20%

A 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 21%-40%

B+ 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 41%-60%

B 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 61%-80%

C 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 81%-100%

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 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.

SinoPac+ ESG Rating System ranking

SinoPac+ ESG Rating System evaluates corporate sustainability using SASB standards, which focus on financially material issues. Specially designed for listed companies in Taiwan, the rating system contains "Industry-specific" criteria, i.e., material issues within an industry, and "Cross-industry" criteria, which are material issues that cut across the 62 industries in Taiwan, categorized according to SASB's Sustainable Industry Classification System® (SICS®), with reference to other globally recognized sustainability standards.

Rating scale explanation

A+: The company falls in the top 20% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance)

A: The company falls in the 21-40% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

B+: The company falls in the 41-60% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

B: The company falls in the 61-80% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

C: The company falls in the 81-100% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

Notes 1) PricewaterhouseCoopers (PwC) Sustainability Services Company Ltd. provides consulting services regarding designing criteria for the SinoPac+ ESG Rating System. It does not guarantee the integrity and accuracy of the score results or analysis, nor having liability to any third party who reads or uses this analysis report. 2) SASB Authorization: SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

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.