



華夏

(1305.TW/1305 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 March 3 (NT\$)	27.55
12 個月目標價 (NT\$)	31.00
前次目標價 (NT\$)	27.00
調升 (%)	14.8
上漲空間 (%)	12.5

焦點內容

PVC 價格自 12 月上旬的 US\$725/mt 上漲至 2 月下旬的 US\$905/mt，我們認為此波漲勢已結束，至 2Q-3Q23 將再啟動下一波漲勢。建議投資人在 3-4 月的短期逆風期間逢低布局該股。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	16.01 / 522
流通在外股數 (百萬股)：	581
外資持有股數 (百萬股)：	54.74
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.65
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	19.10 - 35.95

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	23.5	20.6	-24
相對表現 (%)	19.2	14.2	-11

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	1.49A	0.94A	0.85A	1.03A
2022	0.78A	(0.15)A	(1.17)A	(0.09)F
2023	0.56F	0.67F	0.84F	0.62F

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

PVC 價格將先蹲後跳

重要訊息

PVC 價格自 12 月上旬的 US\$725/mt 上漲至 2 月下旬的 US\$905/mt，我們認為此波漲勢已結束，至 2Q-3Q23 將再啟動下一波漲勢。

評論及分析

4Q22 虧損小於預期。華夏 4Q22 EPS 達 -0.09 元，虧損幅度季減，優於凱基預估的 -0.36 元及市場共識的 -0.15 元，我們估計華夏的 PVC 單噸營業利益自 3Q22 的 US\$-848/mt 季增至 4Q22 的 US\$-49/mt，反映：(1) 印度進口商補庫存，帶動 12 月 PVC 價格上漲下，產品-庫存時間差損失及庫存跌價損失小於預期；(2) 華夏自 12 月起升載至滿載，壓低單位固定成本。

PVC 需求暫歇，供給仍受限，上修獲利展望。2 月中旬起，印度進口商暫停補庫存，我們預估將拖累 PVC 價格於 3-4 月小幅下跌。我們將華夏 1Q23 及 2023 年 EPS 預估自 0.38 元、2.36 元上修至 0.56 元、2.69 元，主要係考量：(1) 印度進口商自 11 月啟動補庫存下，1Q23 以來 PVC 價格達 US\$894/mt，大幅高於我們原先預估的 US\$820/mt，而我們認為 5 月起，中國刺激政策到位下，將帶動下一波補庫存需求。(2) 煤炭成本僵固下，中國外購電石的電石法 PVC 業者生產成本約當 US\$950/mt，故我們認為現貨價上漲至 US\$1,000/mt 以上，方可刺激此類業者大幅升載。

投資建議

我們上修目標價至 31 元，相當於 2023 年預估每股淨值 18 元的 1.7 倍(自 18 元的 1.5 倍)，維持「增加持股」評等。我們認為 PVC 價格漲勢暫歇不利華夏 3-4 月股票評價，惟考量 2023-26 年上升循環的基礎條件未變，建議投資人在 3-4 月的短期逆風期間逢低布局該股。

投資風險

原油價格暴跌、原物料需求弱於預期。

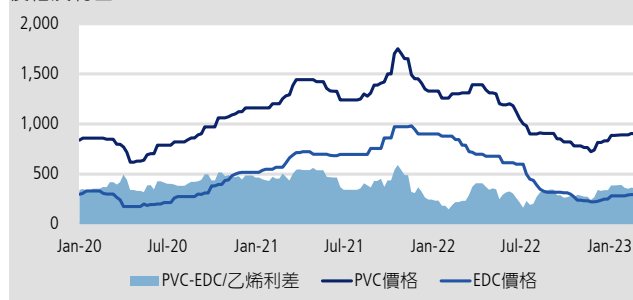
主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	13,733	20,222	17,637	17,162	17,928
營業毛利 (NT\$百萬)	3,359	5,040	678	3,460	3,455
營業利益 (NT\$百萬)	2,154	3,317	(984)	2,060	2,105
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,634	2,469	(370)	1,564	1,600
每股盈餘 (NT\$)	2.95	4.25	(0.64)	2.69	2.75
每股現金股利 (NT\$)	1.80	2.50	0.30	1.50	1.50
每股盈餘成長率 (%)	142.2	43.9	(115.0)	0.0	2.3
本益比 (x)	9.3	6.5	N.A.	10.2	10.0
股價淨值比 (x)	1.6	1.4	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	5.0	3.8	N.A.	5.6	5.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	16.0	2.7	Net cash
殖利率 (%)	6.5	9.1	1.1	5.4	5.4
股東權益報酬率 (%)	18.2	23.7	(3.6)	15.6	14.3

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: PVC 價格及利差在 3Q22 快速下滑, 4Q22 落底反轉

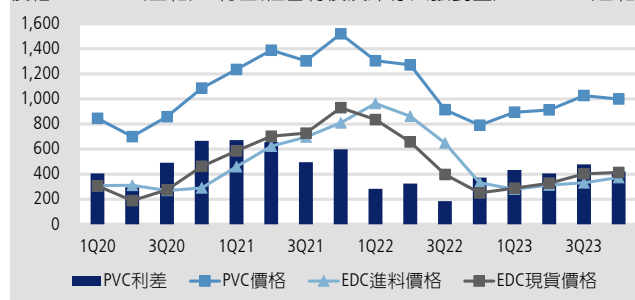
價格及利差, US\$/mt



資料來源: 隆衆資訊; 凱基

圖 2: 華夏 2Q-4Q22 陷入虧損, 後重回獲利

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 3: 4Q22 財報結果 & 1Q23 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	4Q22							1Q23F						
	財報結果	凱基預估	差異 (%)	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	3,507	3,371	4.0	(12.0)	(31.5)	3,465	1.2	3,824	3,632	5.3	9.0	(28.0)	3,599	6.3
毛利	262	119	119.8	-	(78.3)	207	26.5	766	579	32.3	192.6	2.0	459	66.9
營業利益	(74)	(254)	-	-	-	(141)	-	416	254	63.7	-	71.6	122	241.7
稅前淨利	(83)	(244)	-	-	-	(103)	-	428	269	59.3	-	(24.1)	146	193.7
稅後淨利	(52)	(206)	-	-	-	(86)	-	323	221	46.1	-	(28.3)	110	193.5
每股盈餘 (元)	(0.09)	(0.36)	-	-	-	(0.15)	-	0.56	0.38	46.1	-	(28.3)	0.19	193.5
毛利率 (%)	7.5	3.5	3.9 ppts	22.1 ppts	(16.1)ppts	6.0	1.5 ppts	20.0	15.9	4.1 ppts	12.6 ppts	5.9 ppts	12.8	7.3 ppts
營業率 (%)	(2.1)	(7.5)	5.4 ppts	22.3 ppts	(17.4)ppts	(4.1)	2.0 ppts	10.9	7.0	3.9 ppts	13.0 ppts	6.3 ppts	3.4	7.5 ppts
淨利率 (%)	(1.5)	(6.1)	4.6 ppts	15.6 ppts	(13.2)ppts	(2.5)	1.0 ppts	8.5	6.1	2.4 ppts	9.9 ppts	(0.0)ppts	3.1	5.4 ppts

資料來源: 凱基

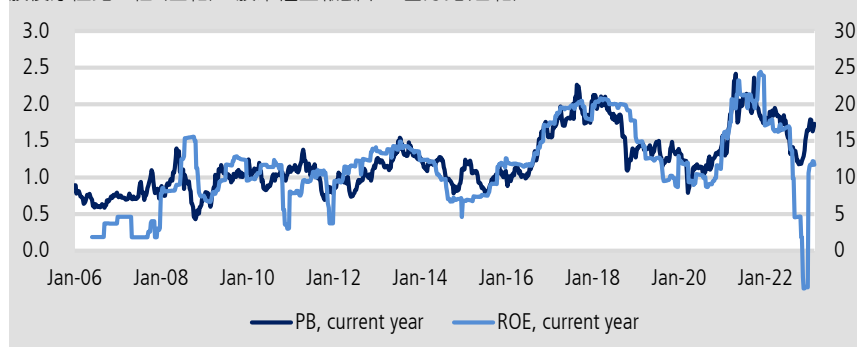
圖 4: 2022-23 年財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2022						2023F					
	財報結果	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	17,637	17,502	0.8	(12.8)	17,596	0.2	17,162	16,383	4.8	(2.7)	15,542	10.4
毛利	678	536	26.6	(86.5)	652	4.0	3,460	3,044	13.7	410.2	2,702	28.1
營業利益	(984)	(1,164)	-	(129.7)	(1,037)	-	2,060	1,744	18.1	(309.3)	1,342	53.5
稅前獲利	(517)	(678)	-	(115.6)	(537)	-	2,114	1,808	16.9	(508.8)	1,432	47.6
稅後淨利	(370)	(524)	-	(115.0)	(404)	-	1,564	1,370	14.2	(522.4)	1,095	42.9
每股盈餘 (元)	(0.64)	(0.90)	-	(115.0)	(0.72)	-	2.69	2.36	14.2	(522.4)	1.93	42.9
毛利率 (%)	3.8	3.1	0.8 ppts	(21.1)ppts	3.7	0.1 ppts	20.2	18.6	1.6 ppts	16.3 ppts	17.4	2.8 ppts
營業率 (%)	(5.6)	(6.7)	1.1 ppts	(22.0)ppts	(5.9)	0.3 ppts	12.0	10.6	1.4 ppts	17.6 ppts	8.6	3.4 ppts
淨利率 (%)	(2.1)	(3.0)	0.9 ppts	(14.3)ppts	(2.3)	0.2 ppts	9.1	8.4	0.8 ppts	11.2 ppts	7.0	2.1 ppts

資料來源: 凱基

圖 5: ROE 復甦將推升股票評價

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

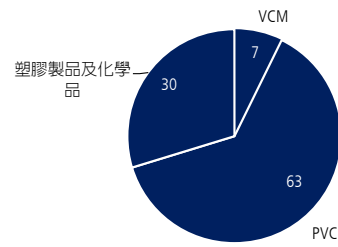
圖 6: 公司概況

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 7: PVC、VCM 為主要產品

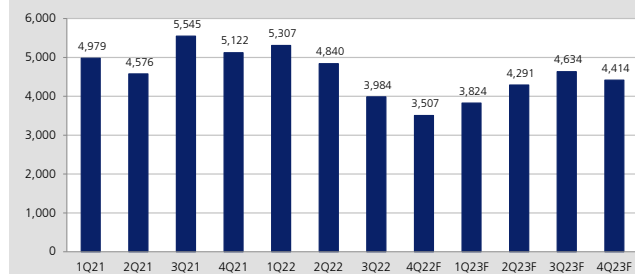
營收比重(不含內部撥轉)，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 季營業收入

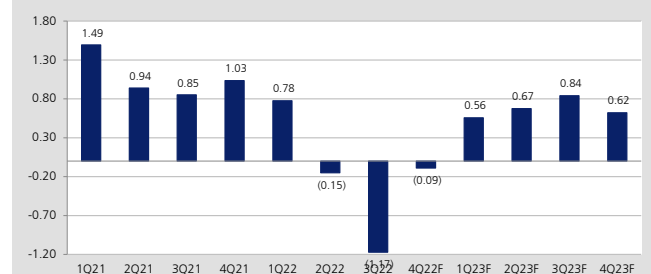
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 每股盈利

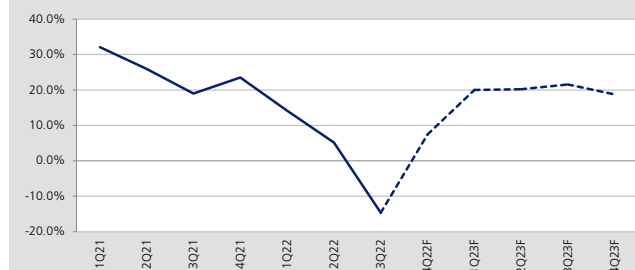
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 毛利率

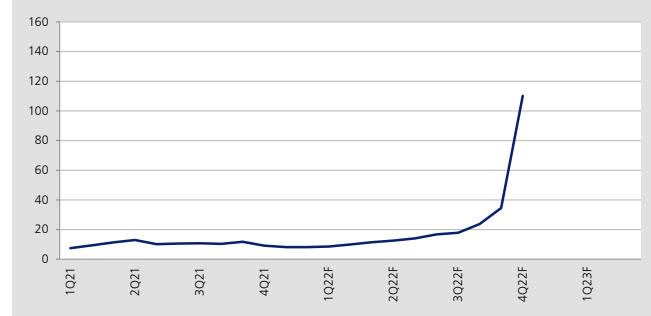
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 本益比

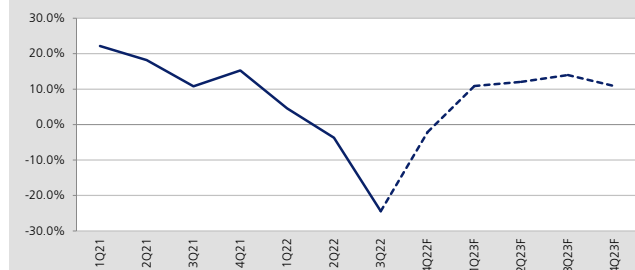
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 營業利潤率

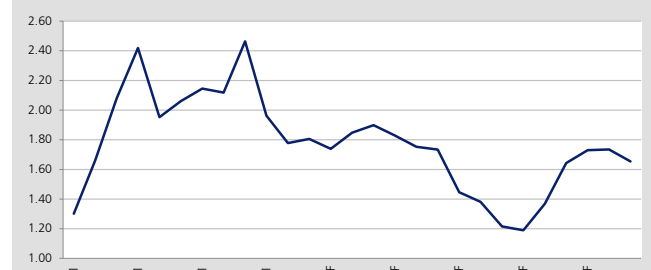
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 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-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	5,307	4,840	3,984	3,507	3,824	4,291	4,634	4,414	17,637	17,162	17,928
營業成本	(4,556)	(4,590)	(4,568)	(3,245)	(3,058)	(3,423)	(3,635)	(3,586)	(16,959)	(13,702)	(14,473)
營業毛利	751	249	(584)	262	766	868	998	828	678	3,460	3,455
營業費用	(509)	(429)	(390)	(335)	(350)	(350)	(350)	(350)	(1,663)	(1,400)	(1,350)
營業利益	242	(180)	(973)	(74)	416	518	648	478	(984)	2,060	2,105
折舊	(172)	(171)	(173)	(164)	(188)	(188)	(188)	(188)	(681)	(750)	(750)
攤提	(4)	(4)	(5)	(11)	(6)	(6)	(6)	(6)	(24)	(24)	(24)
EBITDA	418	(4)	(795)	101	609	711	842	672	(279)	2,834	2,879
利息收入	1	2	2	(2)	1	1	1	1	4	4	4
投資利益淨額	3	12	(6)	7	5	5	10	5	16	25	25
其他營業外收入	17	18	25	392	8	8	8	8	453	30	30
總營業外收入	21	33	21	397	14	14	19	14	472	59	59
利息費用	(3)	(4)	(8)	9	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
投資損失	(3)	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	307	40	72	(419)	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	301	37	64	(407)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
稅前純益	564	(110)	(888)	(83)	428	530	666	491	(517)	2,114	2,159
所得稅費用[利益]	(65)	24	175	46	(86)	(106)	(133)	(98)	179	(423)	(432)
少數股東損益	(48)	(1)	32	(15)	(19)	(32)	(45)	(32)	(33)	(127)	(127)
非常項目前稅後純益	451	(88)	(681)	(52)	323	392	488	361	(370)	1,564	1,600
非常項目	0	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	451	(88)	(681)	(52)	323	392	488	361	(370)	1,564	1,600
每股盈餘 (NT\$)	0.78	(0.15)	(1.17)	(0.09)	0.56	0.67	0.84	0.62	(0.64)	2.69	2.75
獲利率 (%)											
營業毛利率	14.1	5.2	(14.7)	7.5	20.0	20.2	21.5	18.8	3.8	20.2	19.3
營業利益率	4.6	(3.7)	(24.4)	(2.1)	10.9	12.1	14.0	10.8	(5.6)	12.0	11.7
EBITDA Margin	7.9	(0.1)	(20.0)	2.9	15.9	16.6	18.2	15.2	(1.6)	16.5	16.1
稅前純益率	10.6	(2.3)	(22.3)	(2.4)	11.2	12.4	14.4	11.1	(2.9)	12.3	12.0
稅後純益率	8.5	(1.8)	(17.1)	(1.5)	8.5	9.1	10.5	8.2	(2.1)	9.1	8.9
季成長率 (%)											
營業收入	3.6	(8.8)	(17.7)	(12.0)	9.0	12.2	8.0	(4.7)			
營業毛利	(37.6)	(66.8)	(334.1)		192.6	13.3	15.0	(17.0)			
營業收益增長	(69.1)	(174.2)	442.0	(92.4)		24.6	25.2	(26.2)			
EBITDA	(56.4)	(101.0)	19282.3		500.5	16.8	18.4	(20.2)			
稅前純益	(30.9)	(119.6)	704.7	(90.6)		23.9	25.6	(26.3)			
稅後純益	(24.9)	(119.5)	675.1	(92.3)		21.3	24.4	(26.1)			
年成長率 (%)											
營業收入	6.6	5.8	(28.2)	(31.5)	(28.0)	(11.3)	16.3	25.9	(12.8)	(2.7)	4.5
營業毛利	(53.0)	(79.0)	(155.4)	(78.3)	2.0	248.0		216.5	(86.5)	410.2	(0.2)
營業收益	(78.1)	(121.6)	(262.8)	(109.4)	71.6				(129.7)		2.2
EBITDA	(67.3)	(100.4)	(203.1)	(89.4)	45.6			562.3	(106.9)		1.6
稅前純益	(49.0)	(114.7)	(240.1)	(110.2)	(24.1)				(115.6)		2.1
稅後純益	(45.5)	(116.1)	(237.6)	(108.7)	(28.3)				(115.0)		2.3

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	13,894	16,975	16,081	16,298	16,654
流動資產	5,875	7,888	6,102	6,278	6,587
現金及短期投資	2,571	2,352	2,120	2,096	2,212
存貨	1,207	3,103	2,726	2,726	2,726
應收帳款及票據	1,904	2,043	1,422	1,422	1,422
其他流動資產	192	391	(165)	34	228
非流動資產	8,019	9,087	9,979	10,020	10,066
長期投資	836	992	925	940	960
固定資產	6,658	7,666	8,535	8,585	8,635
什項資產	525	429	519	495	472
負債總額	3,590	5,140	6,152	4,852	4,352
流動負債	2,221	2,993	2,818	2,018	2,018
應付帳款及票據	894	914	1,092	1,092	1,092
短期借款	-	200	800	-	-
什項負債	1,327	1,878	926	926	926
長期負債	1,369	2,148	3,334	2,834	2,334
長期借款	50	883	2,083	1,583	1,083
其他負債及準備	1,172	1,141	1,252	1,252	1,252
股東權益總額	10,304	11,835	9,929	11,446	12,301
普通股股本	5,534	5,811	5,811	5,811	5,811
保留盈餘	2,951	3,982	3,437	4,129	4,858
少數股東權益	600	672	591	718	718
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(9.2%)	47.2%	(12.8%)	(2.7%)	4.5%
營業收益增長	178.3%	54.0%	(129.7%)		2.2%
EBITDA	101.7%	41.2%	(106.9%)		1.6%
稅後純益	154.3%	51.1%	(115.0%)		2.3%
每股盈餘成長率	142.2%	43.9%	(115.0%)		2.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	24.5%	24.9%	3.8%	20.2%	19.3%
營業利益率	15.7%	16.4%	(5.6%)	12.0%	11.7%
EBITDA Margin	20.7%	19.9%	(1.6%)	16.5%	16.1%
稅後純益率	11.9%	12.2%	(2.1%)	9.1%	8.9%
平均資產報酬率	12.5%	16.0%	(2.2%)	9.7%	9.7%
股東權益報酬率	18.2%	23.7%	(3.6%)	15.6%	14.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.5%	9.1%	29.0%	13.8%	8.8%
淨負債比率	Net cash	Net cash	16.0%	2.7%	Net cash
利息保障倍數 (x)	293.5	625.7	(102.4)	423.8	432.8
利息及短期償保障倍數 (x)	1.0	0.9	(1.8)	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	282.7	416.8	267.6	450.0	457.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	282.7	10.7	1.7	450.0	457.2
流動比率 (x)	2.6	2.6	2.2	3.1	3.3
速動比率 (x)	2.1	1.6	1.2	1.8	1.9
淨負債 (NT\$百萬)	(727)	(138)	1,590	314	(302)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.95	4.25	(0.64)	2.69	2.75
每股現金盈餘 (NT\$)	3.77	3.80	2.30	3.87	3.93
每股淨值 (NT\$)	17.53	19.21	16.07	18.46	19.93
調整後每股淨值 (NT\$)	17.53	19.21	16.07	18.46	19.93
每股營收 (NT\$)	24.82	34.80	30.35	29.54	30.86
EBITDA/Share (NT\$)	5.15	6.92	(0.48)	4.88	4.95
每股現金股利 (NT\$)	1.80	2.50	0.30	1.50	1.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.05	1.31	1.07	1.06	1.09
應收帳款周轉天數	50.7	36.9	29.4	30.2	29.0
存貨周轉天數	42.6	74.6	58.7	72.6	68.9
應付帳款周轉天數	31.5	22.0	23.5	29.1	27.6
現金轉換周轉天數	61.8	89.5	64.6	73.8	70.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	13,733	20,222	17,637	17,162	17,928
營業成本	(10,374)	(15,181)	(16,959)	(13,702)	(14,473)
營業毛利	3,359	5,040	678	3,460	3,455
營業費用	(1,206)	(1,723)	(1,663)	(1,400)	(1,350)
營業利益	2,154	3,317	(984)	2,060	2,105
總營業外收入	64	128	472	59	59
利息收入	4	2	4	4	4
投資利益淨額	24	57	16	25	25
其他營業外收入	36	69	453	30	30
總營業外費用	(56)	(138)	(5)	(5)	(5)
利息費用	(7)	(5)	(5)	(5)	(5)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(49)	(133)	-	-	-
稅前純益	2,161	3,307	(517)	2,114	2,159
所得稅費用[利益]	(374)	(676)	179	(423)	(432)
少數股東損益	(158)	(163)	(33)	(127)	(127)
非常項目	4	(0)	-	-	-
稅後淨利	1,634	2,469	(370)	1,564	1,600
EBITDA	2,848	4,022	(279)	2,834	2,879
每股盈餘 (NT\$)	2.95	4.25	(0.64)	2.69	2.75

現金流量

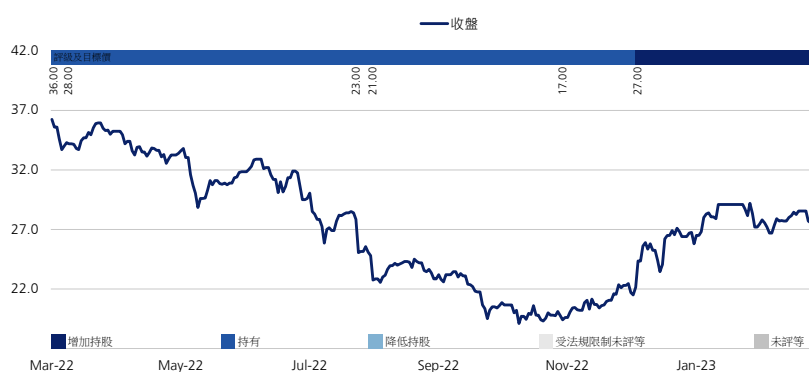
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	2,088	2,206	1,338	2,250	2,286
本期純益	1,634	2,469	(370)	1,564	1,600
折舊及攤提	695	705	705	774	774
本期運用資金變動	(129)	(2,047)	2,058	(896)	(194)
其他營業資產及負債變動	(112)	1,080	(1,054)	809	106
投資活動之現金流量	(1,194)	(1,697)	(1,500)	(800)	(800)
投資用短期投資出售[新購]	16	10	-	-	-
本期長期投資變動	1	(50)	77	5	-
資本支出淨額	(1,133)	(1,682)	(1,500)	(800)	(800)
其他資產變動	(79)	24	(77)	(5)	-
自由現金流	1,173	(408)	596	702	1,440
融資活動之現金流量	(765)	(65)	234	(1,474)	(1,372)
短期借款變動	-	200	600	(800)	-
長期借款變動	(450)	850	1,200	(500)	(500)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(281)	(1,083)	(1,453)	(174)	(872)
其他融資現金流	(34)	(32)	(114)	(0)	0
匯率影響數	(5)	(1)	-	1	1
本期產生現金流量	124	443	72	(23)	115

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	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%	8.2%	7.5%
= 營業利益率	15.7%	16.4%	(5.6%)	12.0%	11.7%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
+ 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	1.6	1.5	1.6
營業利益率	15.7%	16.4%	(5.6%)	12.0%	11.7%
x 資本周轉率	1.8	1.9	1.6	1.5	1.6
x (1 - 有效現金稅率)	82.7%	79.6%	65.3%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	22.9%	25.2%	(5.8%)	14.7%	14.7%

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
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
2021-03-10	持有	34.00	33.55

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。