

美利達

(9914.TW/9914 TT)

庫存去化之代價慘重

降低持股 · 維持

收盤價 March 15 (NT\$)	165.5
12 個月目標價 (NT\$)	140.0
前次目標價 (NT\$)	140.0
維持 (%)	0.0
下跌空間 (%)	15.4

焦點內容

4Q22 財報遠不如預期，主因 SBC 虧損擴大。我們預期 SBC 去化庫存將持續令美利達獲利能力和股價承壓。重申「降低持股」評等及目標價 140 元。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	49.48 / 1,624
流通在外股數 (百萬股)：	299.0
外資持有股數 (百萬股)：	109.6
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.46
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	164.5 - 276.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-7.3	-20.1	-33.3
相對表現 (%)	-11.7	-25	-24.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	3.86A	2.97A	4.07A	4.65A
2022	4.04A	3.19A	3.09A	1.02F
2023	1.25F	1.88F	3.12F	3.08F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

高政修
886.2.2181.8735
allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

美利達 4Q22 獲利大幅落後市場和凱基預估，主因業外損失遠遠抵銷利潤率優於預期之影響。考量中低階價位自行車供給過剩且電動自行車延後出貨給代工客戶，我們預期美利達股價將因獲利連連衰退持續承壓。

評論及分析

4Q22 財報令人失望。雖然美利達已示警 Specialized Bicycle Components (SBC, 美) 潛在虧損恐令 4Q22 獲利失色，但自結財報結果再度不如預期，每股盈餘年減 78%、季減 67% 至僅 1.02 元，分別落後市場和凱基預估 62%、58%。儘管產能利用率改善及原料成本走緩助攻毛利率年增 4.8、季增 0.5 個百分點表現超前，然業外損失(主因 SBC 虧損大於預期及匯損) 遠遠抵銷營業利益優於預期 18% 之影響。雖然財報細節尚未公告，但我們預期去化庫存恐造成 SBC 虧損擴大。

營收趨疲。電動自行車是美利達過去數年主要成長推手，2017-22 年出貨量年複合成長 29%。不過，公司展望今年電動自行車出貨量持平，係因主要客戶 SBC 面臨庫存攀升下已要求預估 6 萬台電動登山車出貨遞延達 6 個月。由於 SBC 電動自行車約佔美利達電動車總出貨量 60-70%，出貨遞延預計將打擊其營收和利潤率前景。我們預估美利達營收將於 1H23 轉為年減 9%，料將壓抑其股價表現。

去化庫存之陣痛。4Q22 業外損失惡化突顯去化庫存之困境已令 SBC 和美利達獲利能力承壓；由於巨大 (9921 TT, NT\$179, 持有) 稍早表示中低階自行車庫存惡化，我們擔憂庫存去化將持續至 1H23 以後。我們目前維持悲觀之獲利預估，但認為 2023 年獲利僅年減 12% 之市場共識 (對比凱基原預估年減 27%) 具顯著下修風險。

投資建議

我們認為 4Q22 財報黯淡及需求前景孱弱將引發市場下修獲利預估，持續拖累美利達股價表現。我們重申「降低持股」評等及目標價 140 元，係根據 2023 年預估每股盈餘 15 倍 (歷史區間為 10-25 倍)。

投資風險

上檔風險包括電動自行車滲透率加速攀升以及原物料價格下滑。

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)	27,072	29,391	37,003	34,752	37,596
營業毛利 (NT\$百萬)	3,787	4,087	6,162	5,295	5,846
營業利益 (NT\$百萬)	1,884	1,589	3,437	2,923	3,121
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,993	4,650	3,389	2,788	3,338
每股盈餘 (NT\$)	13.36	15.55	11.34	9.32	11.17
每股現金股利 (NT\$)	7.00	8.00	5.83	4.80	5.74
每股盈餘成長率 (%)	59.6	16.4	(27.1)	(17.7)	19.8
本益比 (x)	12.4	10.6	14.6	17.8	14.8
股價淨值比 (x)	3.1	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA (x)	3.6	1.8	1.9	2.3	2.1
淨負債比率 (%)	Net cash	1.2	2.9	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.2	4.8	3.5	2.9	3.5
股東權益報酬率 (%)	26.8	27.5	18.2	13.9	15.5

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q22 財報與 1Q23 預估獲利調整暨市場共識比較

百萬元	4Q22							1Q23F						
	實際數	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	10,611	10,548	0.6	12.5	61.5	10,137	4.7	7,455	7,455	0.0	(29.7)	(8.6)	8,513	(12.4)
毛利	1,709	1,669	2.4	15.9	129.6	1,579	8.2	1,119	1,119	0.0	(34.5)	(3.4)	1,230	(9.0)
營業利益	1,149	973	18.1	20.7	325.6	916	25.5	582	582	0.0	(49.4)	3.6	639	(8.9)
稅前淨利	406	984	(58.7)	(66.9)	(77.3)	1,042	(61.0)	514	514	(0.0)		(67.3)	782	(34.3)
稅後淨利	304	726	(58.0)	(67.1)	(78.1)	800	(61.9)	375	375	(0.0)	23.1	(69.0)	653	(42.7)
每股盈餘 (元)	1.02	2.43	(58.0)	(67.1)	(78.1)	2.68	(61.9)	1.25	1.25	(0.0)	23.1	(69.0)	2.19	(42.7)
毛利率 (%)	16.1	15.8	0.3 ppts	0.5 ppts	4.8 ppts	15.6	0.5 ppts	15.0	15.0	0.0 ppts	(1.1) ppts	0.8 ppts	14.4	0.6 ppts
營業利益率 (%)	10.8	9.2	1.6 ppts	0.7 ppts	6.7 ppts	9.0	1.8 ppts	7.8	7.8	0.0 ppts	(3.0) ppts	0.9 ppts	7.5	0.3 ppts
淨利率 (%)	2.9	6.9	(4.0) ppts	(6.9) ppts	(18.3) ppts	7.9	(5.0) ppts	5.0	5.0	(0.0) ppts	2.2 ppts	(9.8) ppts	7.7	(2.6) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

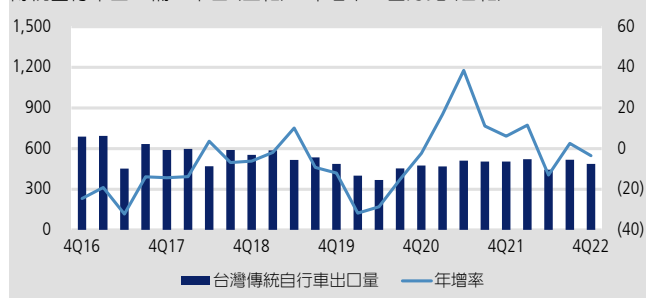
圖 2：2022 財報與 2023-24 年預估獲利調整暨市場共識比較

百萬元	2022						2023F						2024F					
	實際數	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 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	37,003	36,940	0.2	25.9	36,376	1.7	34,752	34,752	0.0	(6.1)	36,121	(3.8)	37,596	37,596	0.0	8.2	38,742	(3.0)
毛利	5,696	5,656	0.7	46.0	5,747	(0.9)	5,295	5,295	0.0	(7.0)	5,539	(4.4)	5,846	5,846	0.0	10.4	5,879	(0.6)
營業利益	3,437	3,261	5.4	116.3	3,245	5.9	2,923	2,923	0.0	(15.0)	3,131	(6.6)	3,121	3,121	0.0	6.8	3,321	(6.0)
稅前淨利	4,498	5,076	(11.4)	(27.5)	5,257	(14.4)	3,759	3,759	(0.0)	(16.4)	4,634	(18.9)	4,469	4,469	(0.0)	18.9	5,127	(12.8)
稅後淨利	3,389	3,810	(11.1)	(27.1)	4,015	(15.6)	2,788	2,788	(0.0)	(17.7)	3,536	(21.2)	3,338	3,338	(0.0)	19.8	3,891	(14.2)
每股盈餘 (元)	11.34	12.74	(11.1)	(27.1)	13.43	(15.6)	9.32	9.32	(0.0)	(17.7)	11.83	(21.2)	11.17	11.17	(0.0)	19.8	13.01	(14.2)
毛利率 (%)	15.4	15.3	0.1 ppts	2.1 ppts	15.8	(0.4) ppts	15.2	15.2	0.0 ppts	(0.2) ppts	15.3	(0.1) ppts	15.5	15.5	0.0 ppts	0.3 ppts	15.2	0.4 ppts
營業利益率 (%)	9.3	8.8	0.5 ppts	3.9 ppts	8.9	0.4 ppts	8.4	8.4	0.0 ppts	(0.9) ppts	8.7	(0.3) ppts	8.3	8.3	0.0 ppts	(0.1) ppts	8.6	(0.3) ppts
淨利率 (%)	9.2	10.3	(1.2) ppts	(6.7) ppts	11.0	(1.9) ppts	8.0	8.0	(0.0) ppts	(1.1) ppts	9.8	(1.8) ppts	8.9	8.9	(0.0) ppts	0.9 ppts	10.0	(1.2) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 3：台灣傳統自行車出口放緩

傳統自行車出口輛，千台 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：台灣自行車輸出同業公會；凱基

圖 4：台灣電動自行車出口回升

電動自行車出口量，千台 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：台灣自行車輸出同業公會；凱基

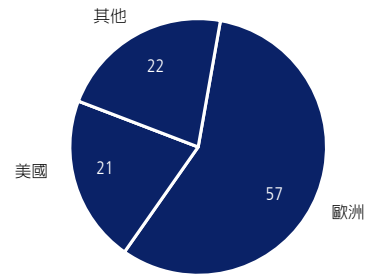
圖 5: 公司概況

公司成立於 1972 年，為台灣第二大自行車廠商，僅次於巨大 (9921 TT, NT\$179, 持有)。旗下產品為自有品牌「美利達」與兩個設計代工 (ODM) 品牌 Specialized Bicycle Components (美國) 與 Centurion (德國)。除台中總部外，公司在中國大陸深圳、江蘇與山東設有工廠。台灣大部分產品均為出口，大陸內銷市場約占 10% 營收。

資料來源：凱基

圖 6: 歐美為主要市場

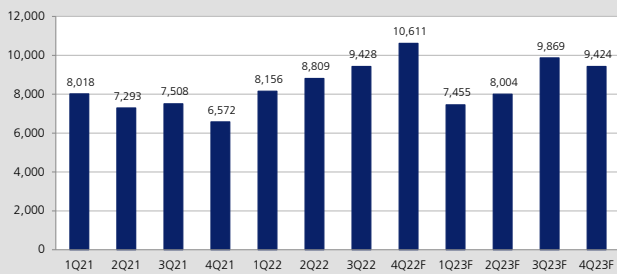
營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

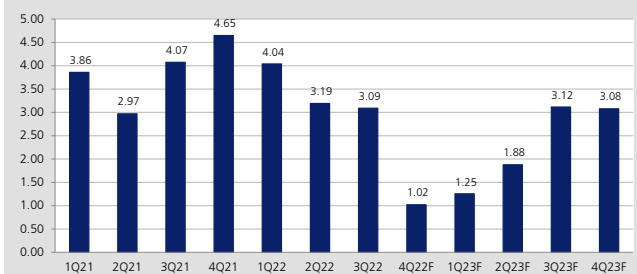
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

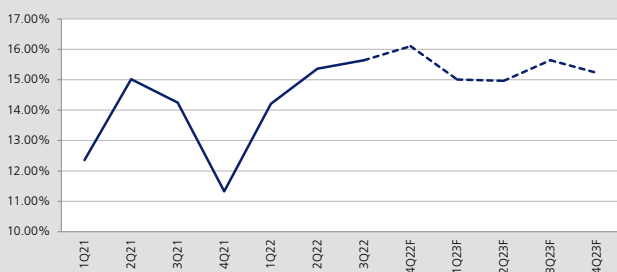
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

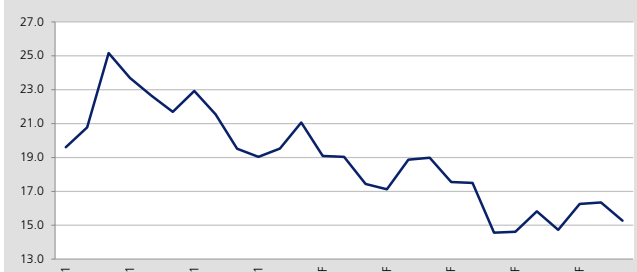
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

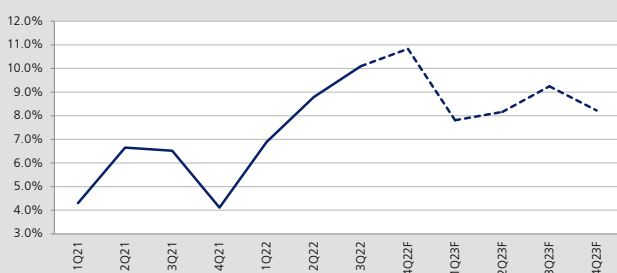
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

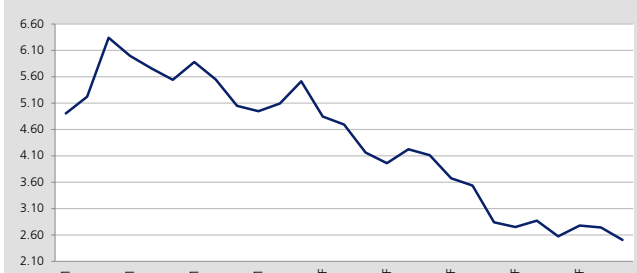
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 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	8,156	8,809	9,428	10,611	7,455	8,004	9,869	9,424	37,003	34,752	37,596
營業成本	(6,948)	(7,304)	(7,688)	(8,902)	(6,337)	(6,807)	(8,325)	(7,989)	(30,841)	(29,457)	(31,750)
營業毛利	1,208	1,505	1,740	1,709	1,119	1,198	1,544	1,435	6,162	5,295	5,846
營業費用	(597)	(579)	(523)	(560)	(537)	(544)	(632)	(660)	(2,258)	(2,372)	(2,726)
營業利益	562	774	952	1,149	582	653	912	775	3,437	2,923	3,121
折舊	(76)	(78)	(78)	(165)	(105)	(103)	(105)	(107)	(397)	(420)	(440)
攤提	(4)	(5)	(5)	2	(3)	(3)	(3)	(3)	(12)	(12)	(12)
EBITDA	642	857	1,035	1,313	690	760	1,020	885	3,847	3,354	3,573
利息收入	3	6	9	2	6	6	6	6	20	25	31
投資利益淨額	890	346	(0)	(990)	(70)	120	350	430	246	830	1,356
其他營業外收入	20	39	29	17	29	28	29	30	105	116	100
總營業外收入	914	391	38	(971)	(35)	154	385	466	372	971	1,487
利息費用	(13)	(20)	(19)	(8)	(16)	(17)	(17)	(17)	(59)	(67)	(76)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	107	148	257	236	(18)	(17)	(17)	(16)	748	(68)	(63)
總營業外費用	94	128	238	228	(34)	(34)	(34)	(34)	689	(135)	(139)
稅前純益	1,571	1,293	1,228	406	514	774	1,264	1,207	4,498	3,759	4,469
所得稅費用[利益]	(342)	(334)	(291)	(76)	(113)	(181)	(281)	(248)	(1,043)	(823)	(979)
少數股東損益	(21)	(6)	(13)	(26)	(26)	(32)	(51)	(39)	(65)	(148)	(152)
非常項目前稅後純益	1,207	953	924	304	375	561	932	920	3,389	2,788	3,338
非常項目	0	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,207	953	924	304	375	561	932	920	3,389	2,788	3,338
每股盈餘 (NT\$)	4.04	3.19	3.09	1.02	1.25	1.88	3.12	3.08	11.34	9.32	11.17
獲利率 (%)											
營業毛利率	14.2	15.4	15.6	16.1	15.0	15.0	15.6	15.2	15.4	15.2	15.5
營業利益率	6.9	8.8	10.1	10.8	7.8	8.2	9.2	8.2	9.3	8.4	8.3
EBITDA Margin	7.9	9.7	11.0	12.4	9.3	9.5	10.3	9.4	10.4	9.7	9.5
稅前純益率	19.3	14.7	13.0	3.8	6.9	9.7	12.8	12.8	12.2	10.8	11.9
稅後純益率	14.8	10.8	9.8	2.9	5.0	7.0	9.4	9.8	9.2	8.0	8.9
季成長率 (%)											
營業收入	24.1	8.0	7.0	12.5	(29.7)	7.4	23.3	(4.5)			
營業毛利	55.7	16.8	9.0	15.9	(34.5)	7.0	28.9	(7.1)			
營業收益增長	108.1	37.7	23.0	20.7	(49.4)	12.3	39.6	(15.0)			
EBITDA	85.8	33.6	20.7	26.9	(47.5)	10.1	34.3	(13.3)			
稅前純益	(12.5)	(17.7)	(5.0)	(66.9)	26.4	50.7	63.3	(4.5)			
稅後純益	(13.1)	(21.1)	(3.0)	(67.1)	23.1	49.7	66.1	(1.2)			
年成長率 (%)											
營業收入	1.7	20.8	25.6	61.5	(8.6)	(9.1)	4.7	(11.2)	25.9	(6.1)	8.2
營業毛利	21.5	41.5	64.6	75.8	(7.4)	(20.4)	(11.3)	(16.1)	46.0	(7.0)	10.4
營業收益	62.9	59.6	94.6	325.6	3.6	(15.6)	(4.2)	(32.5)	116.3	(15.0)	6.8
EBITDA	55.3	53.8	85.3	280.1	7.5	(11.4)	(1.4)	(32.6)	105.2	(12.8)	6.5
稅前純益	3.6	1.2	(24.1)	(77.3)	(67.3)	(40.1)	2.9	197.0	(27.5)	(16.4)	18.9
稅後純益	4.7	7.2	(24.1)	(78.1)	(69.0)	(41.1)	0.8	202.3	(27.1)	(17.7)	19.8

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	29,682	35,509	38,028	39,581	42,618
流動資產	12,589	15,022	17,385	18,264	20,121
現金及短期投資	5,495	4,329	4,464	5,925	6,914
存貨	4,990	7,726	9,417	8,994	9,668
應收帳款及票據	1,856	2,078	2,617	2,458	2,651
其他流動資產	248	888	888	888	888
非流動資產	17,094	20,487	20,643	21,316	22,497
長期投資	13,866	17,411	17,664	18,498	19,859
固定資產	2,666	2,490	2,393	2,233	2,053
什項資產	542	586	586	586	586
負債總額	12,902	16,937	17,745	17,797	19,061
流動負債	8,253	11,347	11,884	11,426	12,260
應付帳款及票據	5,055	4,371	5,328	5,088	5,470
短期借款	1,668	2,903	3,131	3,222	3,392
什項負債	1,530	4,073	3,425	3,115	3,398
長期負債	4,649	5,590	5,862	6,371	6,801
長期借款	994	997	1,269	1,778	2,209
其他負債及準備	3,562	4,534	4,534	4,534	4,534
股東權益總額	16,781	18,572	20,283	21,784	23,557
普通股股本	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990
保留盈餘	10,406	12,004	13,650	15,003	16,624
少數股東權益	746	816	882	1,030	1,182
優先股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(4.1%)	8.6%	25.9%	(6.1%)	8.2%
營業收益增長	10.1%	(15.6%)	116.3%	(15.0%)	6.8%
EBITDA	9.0%	(13.2%)	105.2%	(12.8%)	6.5%
稅後純益	59.6%	16.4%	(27.1%)	(17.7%)	19.8%
每股盈餘成長率	59.6%	16.4%	(27.1%)	(17.7%)	19.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	15.0%	13.3%	15.4%	15.2%	15.5%
營業利益率	7.0%	5.4%	9.3%	8.4%	8.3%
EBITDA Margin	8.0%	6.4%	10.4%	9.7%	9.5%
稅後純益率	14.8%	15.8%	9.2%	8.0%	8.9%
平均資產報酬率	14.4%	14.3%	9.2%	7.2%	8.1%
股東權益報酬率	26.8%	27.5%	18.2%	13.9%	15.5%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	15.9%	21.0%	21.7%	23.0%	23.8%
淨負債比率	Net cash	1.2%	2.9%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	101.8	131.8	76.9	57.1	60.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	40.6	16.6	38.4	40.8	25.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.2	0.3	0.7	0.8	0.6
流動比率 (x)	1.5	1.3	1.5	1.6	1.6
速動比率 (x)	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	(1,269)	216	581	(280)	(669)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	13.36	15.55	11.34	9.32	11.17
每股現金盈餘 (NT\$)	7.07	2.63	7.62	9.14	6.52
每股淨值 (NT\$)	53.63	59.39	64.89	69.42	74.84
調整後每股淨值 (NT\$)	53.63	59.39	64.89	69.42	74.84
每股營收 (NT\$)	90.55	98.30	123.76	116.23	125.75
EBITDA/Share (NT\$)	7.23	6.27	12.87	11.22	11.95
每股現金股利 (NT\$)	7.00	8.00	5.83	4.80	5.74
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.98	0.90	1.01	0.90	0.91
應收帳款周轉天數	25.1	25.8	25.8	25.8	25.8
存貨周轉天數	78.4	111.4	111.4	111.4	111.4
應付帳款周轉天數	79.5	63.0	63.0	63.0	63.0
現金轉換周轉天數	24.1	74.2	74.2	74.2	74.2

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	27,072	29,391	37,003	34,752	37,596
營業成本	(23,285)	(25,304)	(30,841)	(29,457)	(31,750)
營業毛利	3,787	4,087	6,162	5,295	5,846
營業費用	(2,182)	(2,311)	(2,258)	(2,372)	(2,726)
營業利益	1,884	1,589	3,437	2,923	3,121
總營業外收入	3,587	4,532	372	971	1,487
利息收入	34	24	20	25	31
投資利益淨額	3,387	4,395	246	830	1,356
其他營業外收入	166	113	105	116	100
總營業外費用	(230)	83	689	(135)	(139)
利息費用	(52)	(47)	(59)	(67)	(76)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(178)	131	748	(68)	(63)
稅前純益	5,241	6,205	4,498	3,759	4,469
所得稅費用[利益]	(1,129)	(1,417)	(1,043)	(823)	(979)
少數股東損益	(119)	(139)	(65)	(148)	(152)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	3,993	4,650	3,389	2,788	3,338
EBITDA	2,160	1,874	3,847	3,354	3,573
每股盈餘 (NT\$)	13.36	15.55	11.34	9.32	11.17

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	2,112	788	2,280	2,732	1,948
本期純益	3,993	4,650	3,389	2,788	3,338
折舊及攤提	276	285	409	431	452
本期運用資金變動	871	(3,885)	(1,272)	343	(486)
其他營業資產及負債變動	(3,028)	(262)	(246)	(830)	(1,356)
投資活動之現金流量	(378)	(153)	(319)	(275)	(277)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	(14)	-	(7)	(3)	(5)
資本支出淨額	(455)	(151)	(300)	(260)	(260)
其他資產變動	90	(2)	(12)	(12)	(12)
自由現金流	2,163	(2,535)	1,465	2,785	2,131
融資活動之現金流量	(1,062)	(782)	(1,827)	(996)	(682)
短期借款變動	(230)	1,199	-	-	-
長期借款變動	483	158	500	600	600
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,246)	(2,093)	(2,392)	(1,743)	(1,434)
其他融資現金流	(68)	(46)	65	148	152
匯率影響數	(13)	(99)			
本期產生現金流量	660	(246)	134	1,461	989

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	8.1%	7.9%	6.1%	6.8%	7.2%
- 銷管費用/營業收入	7.0%	5.4%	9.3%	8.4%	8.3%
= 營業利益率					
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	8.3	6.1	5.6	5.4	5.8
營業利益率	7.0%	5.4%	9.3%	8.4%	8.3%
x 資本周轉率	8.3	6.1	5.6	5.4	5.8
x (1 - 有效現金稅率)	78.5%	77.2%	76.8%	78.1%	78.1%
= 稅後 ROIC	45.5%	25.4%	39.7%	35.3%	37.6%

資料來源：公司資料，凱基

美利達 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-02-20	降低持股	140.0	180.5
2022-11-16	降低持股	150.0	183.0
2022-10-13	持有	169.0	180.0
2022-08-16	持有	250.0	219.0
2022-07-20	持有	260.0	227.0
2022-05-10	持有	260.0	233.5
2022-04-11	持有	260.0	258.0
2022-03-24	持有	260.0	250.5
2022-03-03	增加持股	390.0	285.0
2021-11-12	增加持股	390.0	297.5

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。