



華城

(1519.TW/1519 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 March 13 (NT\$)	550
12 個月目標價 (NT\$)	700
前次目標價 (NT\$)	800
調降 (%)	12.5
上漲空間 (%)	27.3

焦點內容

- 4Q24 公司費用率高於預期，但在匯兌利益挹注下，4Q24 EPS 仍年增 40%至 5.45 元。
- 美國各大廠積極擴產，且華城亦有望受惠川普關稅政策之轉單效益。
- 預估 2024-26 年 EPS CAGR 29%，2025 年 EPS 年增 43%至 21.33 元。

交易資料表

市值：(NT\$/bn/US\$mn)	157.9 / 4,788
流通在外股數 (百萬股)：	287.2
外資持有股數 (百萬股)：	53.95
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.43
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	482.0 - 1,015

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	4	-3.3	-4.7
相對表現 (%)	8.6	-4.2	-14.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	0.72A	1.89A	2.48A	3.88A
2024	2.08A	3.11A	4.28A	5.45A
2025	3.88F	5.24F	5.90F	6.32F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

鄭宇宏
886.2.2181.8008
Benson.yh.cheng@kgi.com

李承泰
886.2.2181.8729
Terry.lee@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

美國市場樂觀展望未變

重要訊息

公司公布 4Q24 EPS 年增 40%至 5.45 元，優於我們預期。

評論及分析

4Q24 費用率高於預期，EPS 則優於預期。華城 4Q24 變壓器比重由 3Q24 的 76%降至 68%不利產品組合，使毛利率季減 1.9ppts 至 36.4%，加上費用率高於預期，營益率季減 2.7ppts 至 23.8%。惟在匯兌利益貢獻下，EPS 年增 40%至 5.45 元，累計全年 EPS 達 14.93 元，年增 51%。

美國市場樂觀展望未變。2024 年美國變壓器進口金額年增 40%至 80.2 億美元，其中電力級變壓器年增率更高達 54%，且近期觀察到美國電力設備廠仍積極擴產，惟大部分大型電力級變壓器(LPT)產能須待 2026 年開出，預計缺口高峰將持續至 2027 年，呼應我們認為美國 LPT 更加仰賴進口之觀點。另一方面，由於美國電力變壓器主要來自墨西哥，但其在變壓器關鍵零組件部分高度仰賴進口，反而在台灣及韓國兩地皆有穩定合作供應商，加上積極擴產，逐漸侵蝕墨西哥既有市佔率，故我們認為若未來川普針對墨西哥課徵 25%關稅，具有交期優勢之台廠亦有望受惠。

2024-26 年 EPS CAGR 達 29%。在變壓器市場供不應求下，華城將優先選擇核心客戶與高毛利產品，並簽訂長約且保有調價機制，故我們預估 2025-26 年變壓器外銷比重將達 60-70%。另公司減少工程接單以降低缺工問題產生的風險，均有利毛利率提升。惟近期美國配電變壓器價格出現下降，且華城配電產品產能將在 2025 年底開出，故我們下修 2025-26 年毛利率預估至 39.6%及 41.1%，據此下調 EPS 至 21.33 元、24.89 元，分別年增 43%、17%。

投資建議

目前各大電力設備廠商均積極擴廠，且我們的產業報告中提及川普再生能源政策影響有限。華城作為台灣 LPT 廠商龍頭，未來有望受惠關稅轉單挹注，惟考量內銷交貨遞延及配電變壓器價格鬆動，我們將目標本益比自 35 倍調降，據此下修 12 個月目標價至 700 元，相當於 2025 年 EPS 預估 21.33 元的 33 倍，維持「增加持股」評等。

投資風險

總經因素致美國電網更新進度延後。

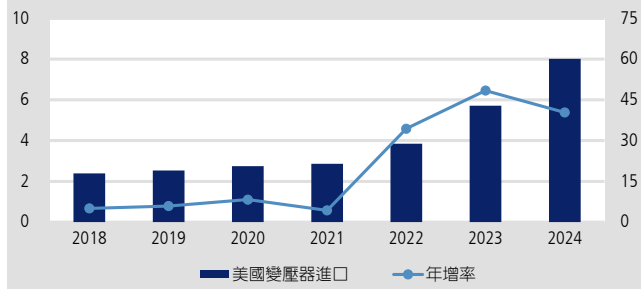
主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	7,751	13,900	20,203	26,943	30,268
營業毛利 (NT\$百萬)	1,588	4,334	7,385	10,662	12,440
營業利益 (NT\$百萬)	429	2,854	4,891	7,451	8,869
稅後淨利 (NT\$百萬)	838	2,577	4,286	6,127	7,146
每股盈餘 (NT\$)	3.21	9.87	14.93	21.33	24.89
每股現金股利 (NT\$)	2.50	6.00	9.00	13.00	15.00
每股盈餘成長率 (%)	189.2	207.5	51.2	42.9	16.6
本益比 (x)	171.3	55.7	36.9	25.8	22.1
股價淨值比 (x)	34.7	23.8	18.2	14.3	11.4
EV/EBITDA (x)	239.6	45.4	29.7	19.5	16.1
淨負債比率 (%)	50.7	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.5	1.1	1.6	2.4	2.7
股東權益報酬率 (%)	22.0	50.7	58.3	62.0	57.2

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2024 年美國變壓器進口金額年增 40% 至 80.2 億美元

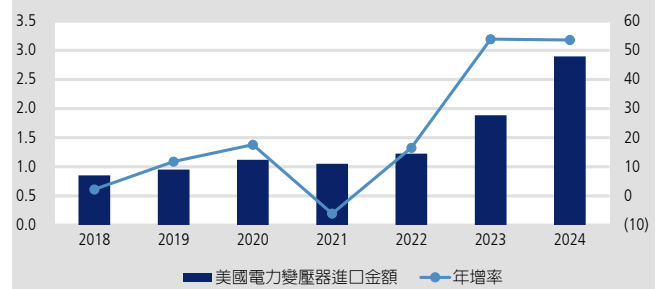
美國變壓器進口金額，十億美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：U.S. Census Bureau、凱基

圖 2：2024 年美國電力級變壓器進口年增率高達 54%

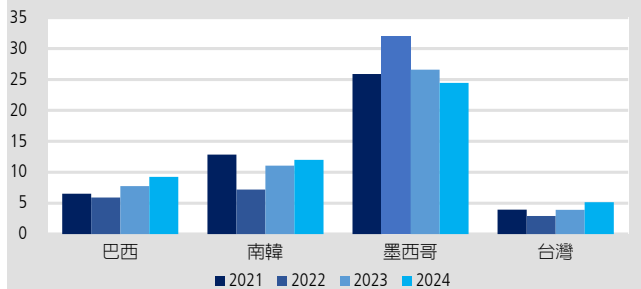
美國電力變壓器進口金額，十億美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：U.S. Census Bureau、凱基

圖 3：美國電力級變壓器進口以墨西哥為大宗

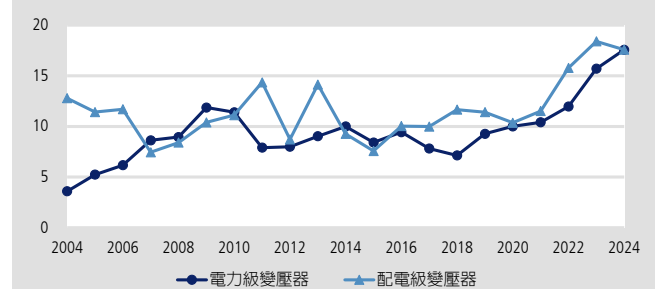
美國電力變壓器進口佔比，百分比



資料來源：U.S. Census Bureau、凱基

圖 4：台灣外銷美國配電變壓器價格出現下降

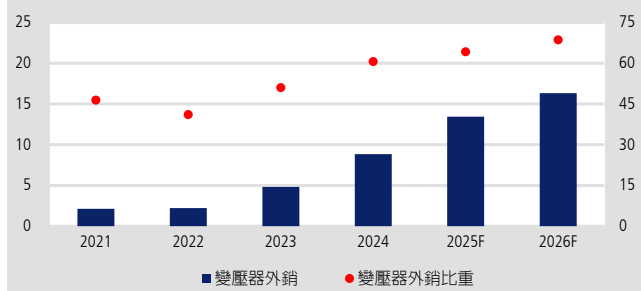
台灣出口至美國變壓器單價，千美元/噸



資料來源：中華民國海關、凱基

圖 5：華城變壓器外銷 CAGR 在 2024-26 年達到 36%

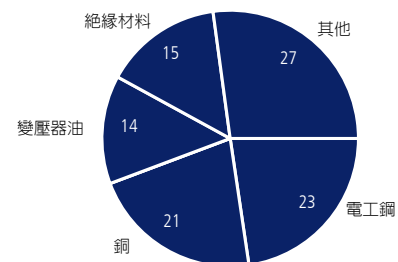
華城變壓器外銷金額，百萬元(左軸)；變壓器外銷比重，百分比(右軸)



資料來源：TEJ、公司資料、凱基預估

圖 6：電力變壓器成本以 GOES 比重最高

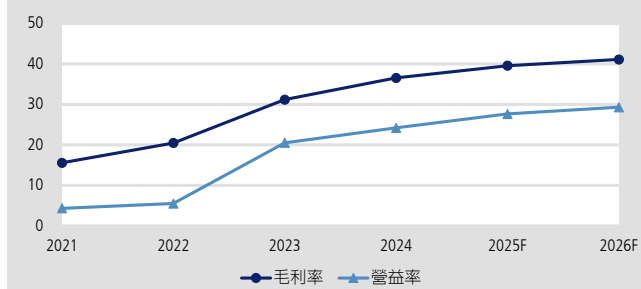
電力變壓器成本結構，百分比



資料來源：IEA、凱基

圖 7：2025-26 年毛利率預估達 39.6% 及 41.1%

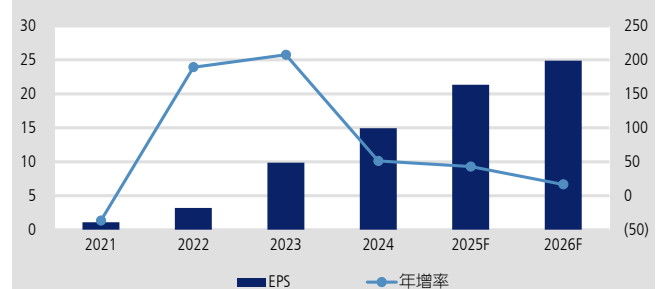
毛利率/營益率，百分比



資料來源：TEJ、公司資料、凱基

圖 8：預估 2025-26 年 EPS 分別為 21.33 元及 24.89 元

EPS，元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：TEJ、公司資料、凱基

圖 9：4Q24 財報及 1Q25 財測修正 vs.市場共識

百萬元	4Q24							1Q25F						
	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	7,163	6,462	10.8	33.7	27.6	6,856	4.5	5,119	5,038	1.6	(28.5)	68.5	4,375	17.0
毛利	2,609	2,370	10.1	27.1	46.0	2,515	3.7	1,990	2,019	(1.5)	(23.7)	91.0	1,656	20.2
營業利益	1,704	1,765	(3.5)	20.3	34.9	1,793	(5.0)	1,309	1,349	(3.0)	(23.2)	110.8	1,100	19.0
稅後淨利	1,564	1,383	13.1	27.2	40.3	1,513	3.4	1,115	1,108	0.7	(28.7)	86.5	968	15.3
每股盈餘 (元)	5.45	4.82	13.1	27.2	40.3	5.21	4.5	3.88	3.86	0.7	(28.7)	86.5	3.27	18.9
毛利率 (%)	36.4	36.7	(0.3) ppts	(1.9) ppts	4.6 ppts	36.7	(0.3) ppts	38.9	40.1	(1.2) ppts	2.5 ppts	4.6 ppts	37.8	1.0 ppts
營業率 (%)	23.8	27.3	(3.5) ppts	(2.7) ppts	1.3 ppts	26.2	(2.4) ppts	25.6	26.8	(1.2) ppts	1.8 ppts	5.1 ppts	25.1	0.4 ppts
淨利率 (%)	21.8	21.4	0.4 ppts	(1.1) ppts	2.0 ppts	22.1	(0.2) ppts	21.8	22.0	(0.2) ppts	(0.1) ppts	2.1 ppts	22.1	(0.3) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 10：2024 年財報及 2025 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2024						2025F					
	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 (%)
營收	20,203	19,502	3.6	45.3	19,855	1.8	26,943	26,517	1.6	33.4	25,380	6.2
毛利	7,385	7,146	3.3	70.4	7,282	1.4	10,662	10,713	(0.5)	44.4	9,905	7.6
營業利益	4,891	4,952	(1.2)	71.4	5,012	(2.4)	7,451	8,058	(7.5)	52.4	7,281	2.3
稅後淨利	4,286	4,105	4.4	66.3	4,222	1.5	6,127	6,555	(6.5)	42.9	6,054	1.2
每股盈餘 (元)	14.93	14.30	4.4	51.2	14.89	0.3	21.33	22.83	(6.5)	42.9	21.17	0.8
毛利率 (%)	36.6	36.6	(0.1) ppts	5.4 ppts	36.7	(0.1) ppts	39.6	40.4	(0.8) ppts	3.0 ppts	39.0	0.5 ppts
營業率 (%)	24.2	25.4	(1.2) ppts	3.7 ppts	25.2	(1.0) ppts	27.7	30.4	(2.7) ppts	3.4 ppts	28.7	(1.0) ppts
淨利率 (%)	21.2	21.1	0.2 ppts	2.7 ppts	21.3	(0.0) ppts	22.7	24.7	(2.0) ppts	1.5 ppts	23.9	(1.1) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基預估

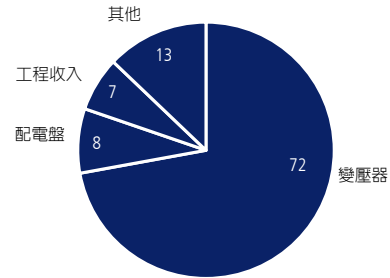
圖 11: 公司概況

華城成立於 1969 年，為重電產業設備廠商，主要生產製造配電及電力變壓器、開關設備、配電盤、相關配電器材及工程承包。公司產品線廣，在電力系統中，除了發電機和電纜沒有生產外，其餘電力相關產品皆有客製化的製造服務。公司致力於大型變壓器市場，電力變壓器佔國內產值 45%，佔我國外銷金額 90%以上；配電變壓器佔國內產值 22%，佔我國外銷金額 70%以上。

資料來源：凱基

圖 12: 變壓器佔華城營收大宗

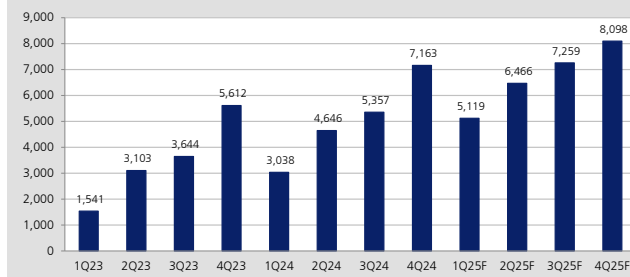
2024 年產品營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基

圖 13: 季營業收入

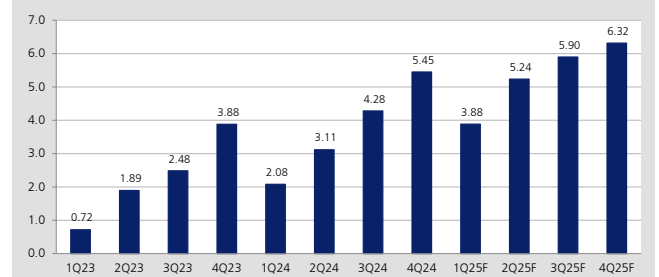
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 14: 每股盈利

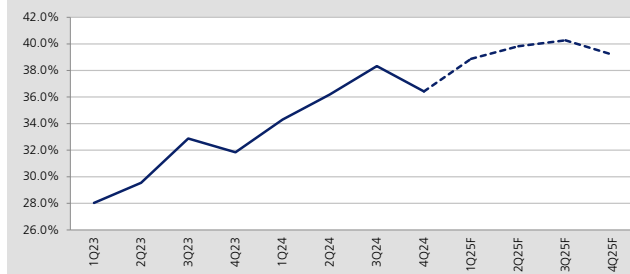
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 15: 毛利率

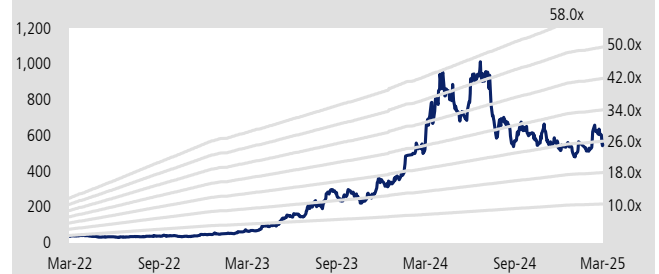
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 16: 本益比

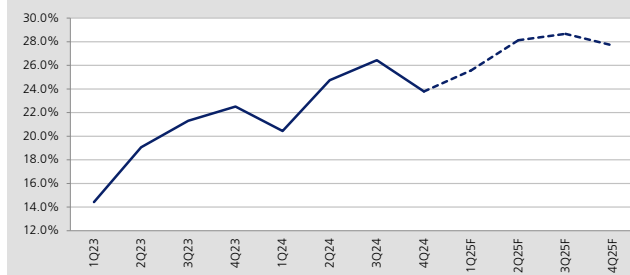
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 17: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 18: 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-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24A	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,038	4,646	5,357	7,163	5,119	6,466	7,259	8,098	20,203	26,943	30,268
營業成本	(1,996)	(2,965)	(3,304)	(4,554)	(3,129)	(3,891)	(4,336)	(4,924)	(12,818)	(16,282)	(17,828)
營業毛利	1,042	1,681	2,053	2,609	1,990	2,575	2,923	3,174	7,385	10,662	12,440
營業費用	(421)	(532)	(637)	(905)	(681)	(757)	(842)	(931)	(2,494)	(3,211)	(3,571)
營業利益	621	1,150	1,416	1,704	1,309	1,818	2,081	2,242	4,891	7,451	8,869
折舊	(44)	(47)	(49)	(57)	(51)	(51)	(51)	(51)	(197)	(205)	(219)
攤提	(7)	(7)	(8)	(8)	(9)	(9)	(9)	(9)	(31)	(37)	(37)
EBITDA	672	1,204	1,473	1,769	1,369	1,879	2,141	2,303	5,119	7,692	9,124
利息收入	14	19	20	17	10	10	8	8	69	36	26
投資利益淨額	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	42	49	35	191	46	46	46	46	318	182	182
總營業外收入	56	68	55	208	56	56	54	54	388	218	208
利息費用	(5)	(11)	(12)	(10)	(8)	(6)	(5)	(5)	(38)	(24)	(16)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	77	37	86	(1)	50	30	10	-	199	90	(35)
總營業外費用	72	26	75	(12)	42	24	5	(5)	161	66	(51)
稅前純益	749	1,244	1,546	1,900	1,407	1,898	2,139	2,291	5,439	7,735	9,026
所得稅費用[利益]	(155)	(354)	(319)	(339)	(295)	(399)	(449)	(481)	(1,168)	(1,624)	(1,895)
少數股東損益	4	5	3	4	4	4	4	4	15	16	16
非常項目前稅後純益	598	894	1,230	1,564	1,115	1,503	1,694	1,814	4,286	6,127	7,146
非常項目	(0)	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	598	894	1,230	1,564	1,115	1,503	1,694	1,814	4,286	6,127	7,146
每股盈餘 (NT\$)	2.08	3.11	4.28	5.45	3.88	5.24	5.90	6.32	14.93	21.33	24.89
獲利率 (%)											
營業毛利率	34.3	36.2	38.3	36.4	38.9	39.8	40.3	39.2	36.6	39.6	41.1
營業利益率	20.4	24.7	26.4	23.8	25.6	28.1	28.7	27.7	24.2	27.7	29.3
EBITDA Margin	22.1	25.9	27.5	24.7	26.8	29.1	29.5	28.4	25.3	28.6	30.1
稅前純益率	24.7	26.8	28.9	26.5	27.5	29.4	29.5	28.3	26.9	28.7	29.8
稅後純益率	19.7	19.2	23.0	21.8	21.8	23.2	23.3	22.4	21.2	22.7	23.6
季成長率 (%)											
營業收入	(45.9)	52.9	15.3	33.7	(28.5)	26.3	12.3	11.6			
營業毛利	(41.7)	61.4	22.1	27.1	(23.7)	29.4	13.5	8.6			
營業收益增長	(50.8)	85.1	23.2	20.3	(23.2)	38.9	14.4	7.8			
EBITDA	(48.7)	79.1	22.3	20.1	(22.6)	37.2	14.0	7.5			
稅前純益	(42.9)	66.0	24.3	22.9	(26.0)	34.9	12.7	7.1			
稅後純益	(46.4)	49.6	37.5	27.2	(28.7)	34.8	12.7	7.1			
年成長率 (%)											
營業收入	97.2	49.7	47.0	27.6	68.5	39.2	35.5	13.1	45.3	33.4	12.3
營業毛利	141.3	83.4	71.3	46.0	91.0	53.2	42.4	21.7	70.4	44.4	16.7
營業收益	179.5	94.4	82.4	34.9	110.8	58.2	46.9	31.6	71.4	52.4	19.0
EBITDA	156.1	89.9	79.7	35.1	103.7	56.0	45.3	30.2	69.2	50.3	18.6
稅前純益	213.6	92.5	76.7	44.9	87.7	52.6	38.4	20.6	77.1	42.2	16.7
稅後純益	190.7	64.5	72.5	40.3	86.5	68.1	37.8	16.0	66.3	42.9	16.6

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	11,700	15,247	21,869	26,586	30,510
流動資產	9,118	12,567	18,138	22,759	26,552
現金及短期投資	837	1,957	2,547	3,804	6,049
存貨	4,205	5,441	7,598	9,677	10,596
應收帳款及票據	2,142	2,469	3,810	5,095	5,724
其他流動資產	1,934	2,700	4,183	4,183	4,183
非流動資產	2,583	2,680	3,732	3,827	3,957
長期投資	323	309	285	385	534
固定資產	1,977	2,081	2,283	2,279	2,260
什項資產	283	290	1,163	1,163	1,163
負債總額	7,435	9,114	13,096	15,435	16,535
流動負債	6,411	8,777	12,448	14,787	15,888
應付帳款及票據	2,150	3,343	4,350	5,540	6,067
短期借款	2,038	390	35	35	35
什項負債	2,223	5,045	8,063	9,212	9,786
長期負債	1,025	337	647	647	647
長期借款	720	100	-	-	-
其他負債及準備	189	113	189	189	189
股東權益總額	4,265	6,133	8,774	11,151	13,974
普通股股本	2,611	2,611	2,872	2,872	2,872
保留盈餘	995	2,798	4,985	7,378	10,217
少數股東權益	122	106	91	75	59
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	(14.1%)	79.3%	45.3%	33.4%	12.3%
營業收益增長	9.5%	564.8%	71.4%	52.4%	19.0%
EBITDA	8.9%	422.4%	69.2%	50.3%	18.6%
稅後純益	189.2%	207.5%	66.3%	42.9%	16.6%
每股盈餘成長率	189.2%	207.5%	51.2%	42.9%	16.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	20.5%	31.2%	36.6%	39.6%	41.1%
營業利益率	5.5%	20.5%	24.2%	27.7%	29.3%
EBITDA Margin	7.5%	21.8%	25.3%	28.6%	30.1%
稅後純益率	10.8%	18.5%	21.2%	22.7%	23.6%
平均資產報酬率	7.8%	19.1%	23.1%	25.3%	25.0%
股東權益報酬率	22.0%	50.7%	58.3%	62.0%	57.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	64.7%	8.0%	0.4%	0.3%	0.3%
淨負債比率	50.7%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	21.2	63.3	144.8	323.3	565.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.9	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	17.9	86.9	91.1	174.8	398.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.4	9.8	47.3	71.1	125.1
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.7
速動比率 (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	2,162	(1,248)	(2,446)	(3,703)	(5,948)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.21	9.87	14.93	21.33	24.89
每股現金盈餘 (NT\$)	3.21	16.40	12.00	14.61	22.22
每股淨值 (NT\$)	15.87	23.08	30.24	38.57	48.46
調整後每股淨值 (NT\$)	15.87	23.08	30.24	38.57	48.46
每股營收 (NT\$)	29.69	53.24	70.35	93.83	105.40
EBITDA/Share (NT\$)	2.22	11.59	17.82	26.79	31.77
每股現金股利 (NT\$)	2.50	6.00	9.00	13.00	15.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.72	1.03	1.09	1.11	1.06
應收帳款周轉天數	100.9	64.8	69.0	69.0	69.0
存貨周轉天數	249.0	207.6	216.9	216.9	216.9
應付帳款周轉天數	127.3	127.6	124.2	124.2	124.2
現金轉換周轉天數	222.6	144.9	161.8	161.8	161.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	7,751	13,900	20,203	26,943	30,268
營業成本	(6,163)	(9,566)	(12,818)	(16,282)	(17,828)
營業毛利	1,588	4,334	7,385	10,662	12,440
營業費用	(1,158)	(1,480)	(2,494)	(3,211)	(3,571)
營業利益	429	2,854	4,891	7,451	8,869
總營業外收入	47	196	388	218	208
利息收入	8	27	69	36	26
投資利益淨額	1	-	-	-	-
其他營業外收入	38	169	318	182	182
總營業外費用	474	22	161	66	(51)
利息費用	(47)	(49)	(38)	(24)	(16)
投資損失	-	(1)	-	-	-
其他營業外費用	521	72	199	90	(35)
稅前純益	950	3,072	5,439	7,735	9,026
所得稅費用[利益]	(127)	(510)	(1,168)	(1,624)	(1,895)
少數股東損益	16	15	15	16	16
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	838	2,577	4,286	6,127	7,146
EBITDA	579	3,026	5,119	7,692	9,124
每股盈餘 (NT\$)	3.21	9.87	14.93	21.33	24.89

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	838	4,281	3,445	4,194	6,380
本期純益	838	2,577	4,286	6,127	7,146
折舊及攤提	150	172	228	241	255
本期運用資金變動	(1,284)	(405)	(2,481)	(2,174)	(1,022)
其他營業資產及負債變動	1,134	1,936	1,412	(0)	(0)
投資活動之現金流量	(401)	(184)	(644)	(336)	(386)
投資用短期投資出售[新購]	(144)	12	86	-	-
本期長期投資變動	-	(1)	(199)	(100)	(149)
資本支出淨額	(139)	(146)	(484)	(200)	(200)
其他資產變動	(118)	(49)	(47)	(37)	(37)
自由現金流	(925)	1,973	1,073	3,717	6,003
融資活動之現金流量	28	(2,946)	(2,071)	(2,600)	(3,749)
短期借款變動	5	(876)	15	-	-
長期借款變動	310	(1,262)	(250)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(261)	(653)	(1,566)	(2,584)	(3,733)
其他融資現金流	(25)	(155)	(270)	(16)	(16)
匯率影響數	(38)	(10)	14		
本期產生現金流量	427	1,142	743	1,257	2,245

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入	14.9%	10.7%	12.3%	11.9%	11.8%
- 銷管費用/營業收入	5.5%	20.5%	24.2%	27.7%	29.3%
= 營業利益率					
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	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	1.3	3.2	3.4	3.9	4.1
營業利益率	5.5%	20.5%	24.2%	27.7%	29.3%
x 資本周轉率	1.3	3.2	3.4	3.9	4.1
x (1 - 有效現金稅率)	86.6%	83.4%	78.5%	79.0%	79.0%
= 稅後 ROIC	6.3%	54.7%	64.6%	84.5%	94.8%

資料來源：公司資料，凱基

華城 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-11-09	增加持股	800	620
2024-08-23	增加持股	875	691
2024-03-12	增加持股	850	525
2023-12-27	增加持股	500	317
2023-11-09	持有	244	235
2023-09-21	持有	244	245

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 未評等 (R)	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。
*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）為凱基金控集團之成員。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，邇後若有變更時，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。