



華通 (2313.TW/2313 TT)

2024 年衛星回溫並挾 HDI 優勢切入 AI 伺服器

增加持股 · 維持

收盤價 September 18 (NT\$)	57.60
12 個月目標價 (NT\$)	70.00
前次目標價 (NT\$)	50.00
調升 (%)	40.0
上漲空間 (%)	21.5

焦點內容

預期在 2024 年衛星強勁回升加上切入 AI 伺服器 PCB 下，我們上調 2024 年獲利 16% 達每股盈餘 5.8 元；未來在衛星及 AI 伺服器放大下可望分散以往過度集中消費電子，使評價調升。維持「增加持股」並調整目標價至 70 元。

交易資料表

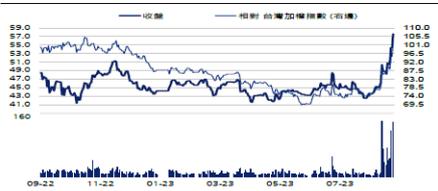
市值：(NT\$/US\$mn)	68.65 / 2,151
流通在外股數 (百萬股)：	1,192
外資持有股數 (百萬股)：	229.5
3M 平均成交量 (百萬股)：	14.44
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	41.35 - 57.60

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	32.6	33	19.4
相對表現 (%)	36	24.9	4.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.58A	1.21A	2.11A	1.81A
2023	0.30A	0.50A	1.10F	1.61F
2024	0.77F	0.95F	1.94F	2.15F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

華通 8 月營收 64.6 億元，月增 7.1%，累計 1-8 月營收 399 億元，年減 17%，符合預期。近期華為 Mate 60 Pro 新機拉貨有助提升稼動率，但美系 PC 以及整體價格下滑壓力仍沉重。

評論及分析

3Q23 華為新機助攻拉升 HDI 稼動率，但價格仍沉重。除美系客戶新手機鋪貨、軟板產能年增 15%、潛望鏡頭新軟硬板等拉貨動能外，近期華為(陸)新機拉貨帶動 HDI 稼動率季增 30ppt 達 85-90%(原 80-85%)，我們推估其月需求 1.5-2 百萬隻，公司市佔率可達 55-60%，但美系客戶 PC 及衛星持續庫存調整下、加上價格壓力仍大下(10-15%年減)，我們仍微幅調降 3Q23 營收 1.7% 達 196 億約季增 41%。

4Q23 衛星重啟拉貨。由於美系客戶新手機拉貨動能高點將落於 10-11 月之間，但衛星板改版後的鋪貨動能開始增強，有望拉升毛利率，但考量 PC 需求仍低迷及價格壓力，我們微幅調降 4Q23 營收 5% 達 206 億約季增 6%。

2024 年衛星板將強勁回升，2025 年 AI 伺服器 PCB 貢獻營收。我們摘要如下：(1) 2023 年資本支出上調至 60-65 億(台灣 50-55 億、泰國廠 10 億)。(2) 衛星改版後鋪貨動能 4Q23 回升，我們預估 2024-25 衛星營收預估年增 48%、18%，達佔比 9.8%、10.2%。(3) 挾 HDI 優異製程能力，公司近期送樣 AI 伺服器主板、OAM、UBB 等 PCB，我們預期 2025 年營收貢獻達 3%。

投資建議

預期在 2024 年衛星強勁回升加上切入 AI 伺服器 PCB 下，我們上調 2024 年獲利 16% 達每股盈餘 5.8 元；未來在衛星及 AI 伺服器放大下可望分散以往過度集中消費電子，使評價調升；我們亦建議管理層提高現金股利配發率(過去僅 40% 低於同業 50%)。維持「增加持股」並調整目標價至 70 元，相當於 2024 年預估平均每股盈餘的 12 倍本益比。

投資風險

客戶產品需求不如預期，高階 HDI 滲透率不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	63,054	76,419	67,581	76,836	86,838
營業毛利 (NT\$百萬)	11,408	15,449	10,509	14,309	16,398
營業利益 (NT\$百萬)	6,815	10,122	5,514	9,038	11,060
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,140	8,001	4,192	6,919	8,506
每股盈餘 (NT\$)	4.31	6.71	3.52	5.81	7.14
每股現金股利 (NT\$)	1.80	2.70	1.40	2.30	2.90
每股盈餘成長率 (%)	10.2	55.7	(47.6)	65.1	22.9
本益比 (x)	13.4	8.6	16.4	9.9	8.1
股價淨值比 (x)	2.1	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	6.6	4.7	6.5	4.6	3.7
淨負債比率 (%)	18.6	7.5	3.2	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.1	4.7	2.4	4.0	5.0
股東權益報酬率 (%)	16.7	22.5	10.5	16.0	17.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 3Q23 及 4Q23 財測修正暨市場共識比較

百萬元	3Q23F					4Q23F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	19,572	19,913	(1.7)	19,184	2.0	20,649	21,810	(5.3)	20,742	(0.4)
毛利	3,153	3,356	(6.1)	3,273	(3.7)	3,711	3,942	(5.8)	3,692	0.5
營業利益	1,734	1,915	(9.5)	1,891	(8.3)	2,399	2,577	(6.9)	2,332	2.9
稅後淨利	1,313	1,486	(11.6)	1,493	(12.0)	1,921	2,112	(9.1)	1,819	5.6
每股盈餘(元)	1.10	1.25	(11.6)	1.25	(12.1)	1.61	1.77	(9.1)	1.52	5.8
毛利率 (%)	16.1	16.9	(0.7)ppts	17.1	(1.0) ppts	18.0	18.1	(0.1)ppts	17.8	0.2 ppts
營利率 (%)	8.9	9.6	(0.8)ppts	9.9	(1.0) ppts	11.6	11.8	(0.2)ppts	11.2	0.4 ppts
淨利率 (%)	6.7	7.5	(0.8)ppts	7.8	(1.1) ppts	9.3	9.7	(0.4)ppts	8.8	0.5 ppts

資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 2: 2023-24 財務預測暨市場共識比較

百萬元	2023F					2024F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	67,581	69,083	(2.2)	67,286	0.4	76,836	76,598	0.3	74,589	3.0
毛利	10,509	10,942	(4.0)	10,610	(1.0)	14,309	13,014	10.0	13,107	9.2
營業利益	5,514	5,872	(6.1)	5,608	(1.7)	9,038	7,722	17.0	7,754	16.6
稅後淨利	4,192	4,556	(8.0)	4,269	(1.8)	6,919	5,963	16.0	5,984	15.6
每股盈餘(元)	3.52	3.82	(8.0)	3.50	0.6	5.81	5.00	16.0	5.05	15.0
毛利率 (%)	15.5	15.8	(0.3)ppts	15.8	(0.2)ppts	18.6	17.0	1.6 ppts	17.6	1.0 ppts
營利率 (%)	8.2	8.5	(0.3)ppts	8.3	(0.2)ppts	11.8	10.1	1.7 ppts	10.4	1.4 ppts
淨利率 (%)	6.2	6.6	(0.4)ppts	6.3	(0.1)ppts	9.0	7.8	1.2 ppts	8.0	1.0 ppts

資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 3: 同業比較 – 投資評價

公司	代號	市值		股價	EPS (當地貨幣)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息殖利率 (%)		
		美金百萬元	當地貨幣		2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
華通	2313 TT	2,147	57.60		6.71	3.52	5.81	8.6	16.4	9.9	1.77	1.67	1.51	22.5	10.5	16.0	4.7	2.4	4.0
耀華	2367 TT	403	19.25		0.65	N.A.	N.A.	27.1	N.A.	N.A.	1.10	N.A.	N.A.	4.1	N.A.	N.A.	1.7	N.A.	N.A.
欣興電子	3037 TT	8,799	184.50		20.08	9.48	14.72	9.2	19.5	12.5	3.18	2.98	2.62	40.4	16.1	22.2	4.3	2.1	3.3
健鼎	3044 TT	3,386	206.00		11.80	9.88	12.29	9.2	11.0	8.8	1.35	1.29	1.21	15.4	12.0	14.1	6.9	6.4	6.4
lbiden	4062 JP	8,040	8,432.00		373.73	298.68	389.51	16.4	20.5	15.7	2.04	1.93	1.74	13.3	9.5	11.7	0.7	0.8	0.9
AT&S	AUS GR	1,259	30.40		2.39	3.39	2.16	11.8	8.3	13.1	1.27	1.01	0.73	12.4	11.0	3.4	1.4	3.7	2.9
TTM	TTMI US	1,349	12.99		0.93	0.92	1.29	12.9	13.1	9.3	0.80	0.84	0.82	6.3	8.5	11.7	N.A.	N.A.	N.A.

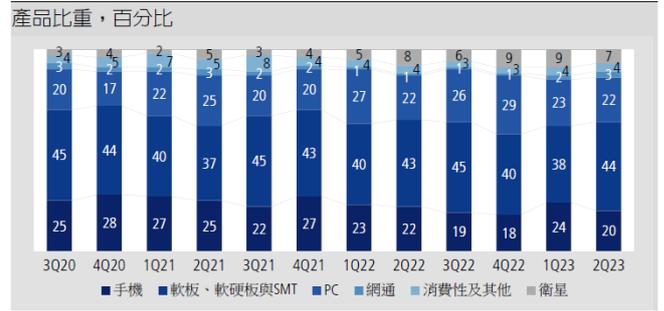
資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 4: 公司概況

華通成立於 1973 年，為全球第一大 HDI 板供應商，2022 年合併營收達 764 億元，2022 產品比重依應用別可分為手機 20%；軟板、軟硬板 & 打件(SMT) 42%；PC(筆電、平板及伺服器) 26%、網通 1%、衛星相關 7%、消費性及其他 3%。公司主要手機客戶包含美系與韓系品牌大廠、大陸手機廠商等，而平板客戶則以美系品牌大廠蘋果、微軟、亞馬遜為主。

資料來源：凱基

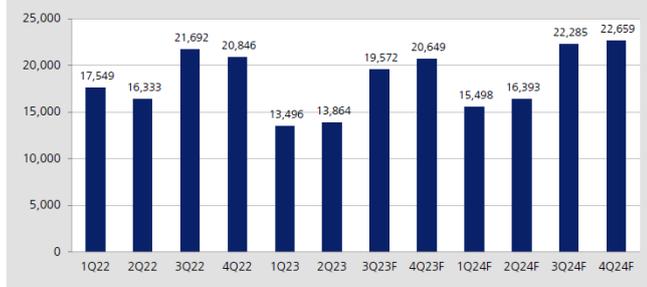
圖 5: 主要產品為手機與 PC(包含 NB、平板)相關



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 季營業收入

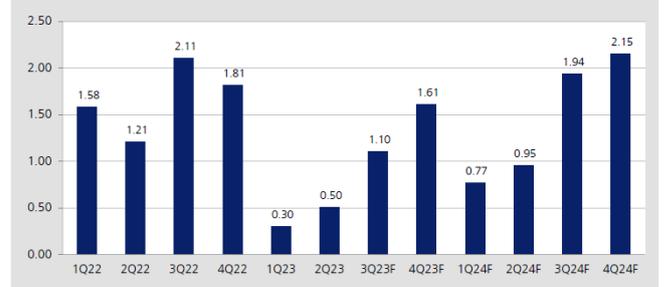
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 每股盈利

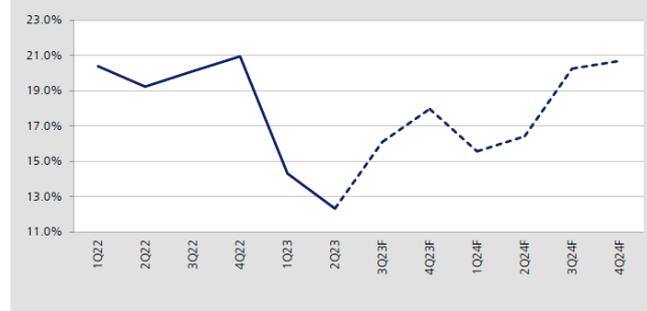
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 毛利率

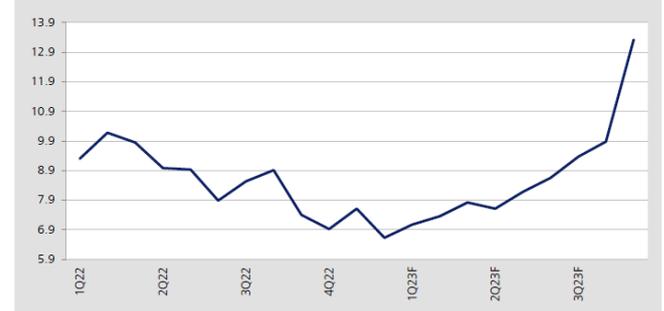
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 本益比

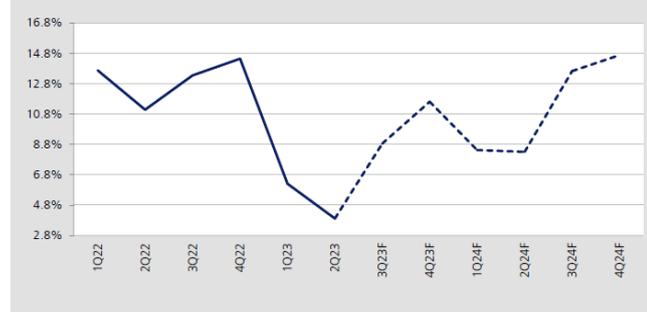
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	13,496	13,864	19,572	20,649	15,498	16,393	22,285	22,659	67,581	76,836	86,838
營業成本	(11,563)	(12,153)	(16,419)	(16,938)	(13,085)	(13,701)	(17,771)	(17,971)	(57,072)	(62,527)	(70,440)
營業毛利	1,933	1,711	3,153	3,711	2,413	2,693	4,514	4,689	10,509	14,309	16,398
營業費用	(1,095)	(1,169)	(1,419)	(1,312)	(1,107)	(1,330)	(1,474)	(1,360)	(4,995)	(5,271)	(5,338)
營業利益	838	542	1,734	2,399	1,306	1,363	3,040	3,329	5,514	9,038	11,060
折舊	(1,353)	(1,368)	(1,282)	(1,124)	(1,331)	(1,331)	(1,331)	(1,331)	(5,126)	(5,325)	(5,485)
攤提	(14)	(15)	(15)	(14)	(15)	(15)	(15)	(15)	(58)	(60)	(62)
EBITDA	2,205	1,925	3,030	3,537	2,653	2,709	4,386	4,675	10,698	14,423	16,607
利息收入	121	98	33	33	33	33	33	33	284	130	130
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	56	28	95	95	80	80	80	80	274	320	320
總營業外收入	177	126	128	128	113	113	113	113	558	450	450
利息費用	(153)	(138)	(138)	(138)	(138)	(138)	(138)	(138)	(567)	(552)	(552)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(208)	64	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(180)	(72)	(72)
總營業外費用	(361)	(74)	(156)	(156)	(156)	(156)	(156)	(156)	(747)	(624)	(624)
稅前純益	653	594	1,706	2,371	1,263	1,319	2,996	3,285	5,325	8,864	10,887
所得稅費用[利益]	(296)	6	(392)	(451)	(348)	(185)	(689)	(723)	(1,133)	(1,944)	(2,381)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	358	600	1,313	1,921	915	1,135	2,307	2,562	4,192	6,919	8,506
非常項目	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	358	600	1,313	1,921	915	1,135	2,307	2,562	4,192	6,919	8,506
每股盈餘 (NT\$)	0.30	0.50	1.10	1.61	0.77	0.95	1.94	2.15	3.52	5.81	7.14
獲利率 (%)											
營業毛利率	14.3	12.3	16.1	18.0	15.6	16.4	20.3	20.7	15.5	18.6	18.9
營業利益率	6.2	3.9	8.9	11.6	8.4	8.3	13.6	14.7	8.2	11.8	12.7
EBITDA Margin	16.3	13.9	15.5	17.1	17.1	16.5	19.7	20.6	15.8	18.8	19.1
稅前純益率	4.8	4.3	8.7	11.5	8.1	8.0	13.4	14.5	7.9	11.5	12.5
稅後純益率	2.7	4.3	6.7	9.3	5.9	6.9	10.4	11.3	6.2	9.0	9.8
季成長率 (%)											
營業收入	(35.3)	2.7	41.2	5.5	(24.9)	5.8	35.9	1.7			
營業毛利	(55.7)	(11.5)	84.3	17.7	(35.0)	11.6	67.6	3.9			
營業收益增長	(72.2)	(35.3)	219.9	38.4	(45.6)	4.3	123.1	9.5			
EBITDA	(49.4)	(12.7)	57.4	16.7	(25.0)	2.1	61.9	6.6			
稅前純益	(74.7)	(9.1)	187.1	39.0	(46.7)	4.4	127.1	9.6			
稅後純益	(83.5)	67.7	118.9	46.2	(52.3)	23.9	103.4	11.1			
年成長率 (%)											
營業收入	(23.1)	(15.1)	(9.8)	(0.9)	14.8	18.2	13.9	9.7	(11.6)	13.7	13.0
營業毛利	(46.0)	(45.5)	(27.7)	(15.0)	24.9	57.4	43.1	26.3	(32.0)	36.2	14.6
營業收益	(65.1)	(70.1)	(40.1)	(20.4)	56.0	151.3	75.3	38.7	(45.5)	63.9	22.4
EBITDA	(39.5)	(37.3)	(27.6)	(18.9)	20.3	40.7	44.7	32.2	(29.9)	34.8	15.1
稅前純益	(74.9)	(64.5)	(47.9)	(8.3)	93.3	122.0	75.7	38.5	(47.5)	66.5	22.8
稅後純益	(81.0)	(58.3)	(47.7)	(11.2)	155.9	89.1	75.7	33.4	(47.6)	65.1	22.9

資料來源：公司資料・凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	71,993	79,823	79,763	85,172	91,888
流動資產	37,185	42,388	41,102	46,987	55,173
現金及短期投資	9,510	12,002	13,283	16,327	20,958
存貨	9,247	10,027	9,385	10,254	11,584
應收帳款及票據	15,517	16,658	14,731	16,703	18,929
其他流動資產	2,911	3,702	3,702	3,702	3,702
非流動資產	34,808	37,434	38,660	38,185	36,715
長期投資	37	16	16	16	16
固定資產	33,279	35,741	36,967	36,492	35,022
什項資產	1,493	1,678	1,678	1,678	1,678
負債總額	39,626	41,106	38,540	39,813	41,586
流動負債	20,887	22,773	24,256	25,020	27,525
應付帳款及票據	11,553	11,732	10,982	11,998	13,554
短期借款	807	863	4,629	3,279	3,449
其他負債	8,527	10,178	8,646	9,743	10,523
長期負債	18,740	18,333	14,284	14,793	14,061
長期借款	14,602	13,886	9,837	10,346	9,614
其他負債及準備	3,971	4,303	4,303	4,303	4,303
股東權益總額	32,366	38,717	41,223	45,359	50,302
普通股股本	11,918	11,918	11,918	11,918	11,918
保留盈餘	16,777	22,091	24,597	28,734	33,676
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	4.2%	21.2%	(11.6%)	13.7%	13.0%
營業收益增長	2.7%	48.5%	(45.5%)	63.9%	22.4%
EBITDA	5.7%	34.5%	(29.9%)	34.8%	15.1%
稅後純益	10.2%	55.7%	(47.6%)	65.1%	22.9%
每股盈餘成長率	10.2%	55.7%	(47.6%)	65.1%	22.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	18.1%	20.2%	15.5%	18.6%	18.9%
營業利率	10.8%	13.2%	8.2%	11.8%	12.7%
EBITDA Margin	18.0%	20.0%	15.8%	18.8%	19.1%
稅後純益率	8.2%	10.5%	6.2%	9.0%	9.8%
平均資產報酬率	7.4%	10.5%	5.3%	8.4%	9.6%
股東權益報酬率	16.7%	22.5%	10.5%	16.0%	17.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	47.6%	38.1%	35.1%	30.0%	26.0%
淨負債比率	18.6%	7.5%	3.2%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	26.9	23.6	10.4	17.1	20.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	0.5	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	34.5	30.5	19.7	19.0	21.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	8.4	10.4	2.2	2.7	3.0
流動比率 (x)	1.8	1.9	1.7	1.9	2.0
速動比率 (x)	1.3	1.4	1.3	1.5	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	6,028	2,890	1,324	(2,560)	(7,753)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.31	6.71	3.52	5.81	7.14
每股現金盈餘 (NT\$)	7.53	11.47	9.39	8.79	10.11
每股淨值 (NT\$)	27.16	32.49	34.59	38.06	42.21
調整後每股淨值 (NT\$)	27.16	32.49	34.59	38.06	42.21
每股營收 (NT\$)	52.91	64.12	56.70	64.47	72.86
EBITDA/Share (NT\$)	9.52	12.80	8.98	12.10	13.93
每股現金股利 (NT\$)	1.80	2.70	1.40	2.30	2.90
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.91	1.01	0.85	0.93	0.98
應收帳款周轉天數	89.8	79.6	79.6	79.6	79.6
存貨周轉天數	65.4	60.0	60.0	60.0	60.0
應付帳款周轉天數	81.6	70.2	70.2	70.2	70.2
現金轉換周轉天數	73.5	69.4	69.4	69.4	69.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	63,054	76,419	67,581	76,836	86,838
營業成本	(51,646)	(60,971)	(57,072)	(62,527)	(70,440)
營業毛利	11,408	15,449	10,509	14,309	16,398
營業費用	(4,593)	(5,327)	(4,995)	(5,271)	(5,338)
營業利益	6,815	10,122	5,514	9,038	11,060
總營業外收入	417	502	558	450	450
利息收入	82	208	284	130	130
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	336	294	274	320	320
總營業外費用	(501)	(488)	(747)	(624)	(624)
利息費用	(260)	(448)	(567)	(552)	(552)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(241)	(41)	(180)	(72)	(72)
稅前純益	6,731	10,136	5,325	8,864	10,887
所得稅費用[利益]	(1,591)	(2,135)	(1,133)	(1,944)	(2,381)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	5,140	8,001	4,192	6,919	8,506
EBITDA	11,344	15,258	10,698	14,423	16,607
每股盈餘 (NT\$)	4.31	6.71	3.52	5.81	7.14

現金流量

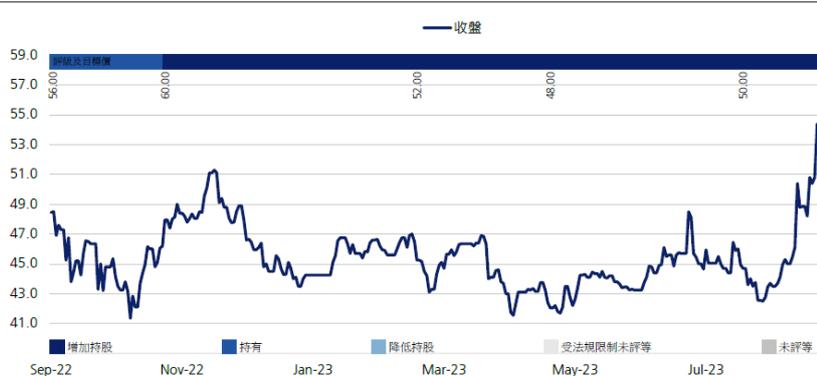
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	8,976	13,674	11,194	10,481	12,053
本期純益	5,140	8,001	4,192	6,919	8,506
折舊及攤提	4,529	5,136	5,184	5,385	5,547
本期運用資金變動	(2,025)	(1,349)	1,818	(1,824)	(2,000)
其他營業資產及負債變動	1,332	1,886	(0)	(0)	0
投資活動之現金流量	(8,447)	(7,499)	(6,410)	(4,910)	(4,077)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(8,831)	(7,401)	(6,352)	(4,850)	(4,015)
其他資產變動	385	(97)	(58)	(60)	(62)
自由現金流	(1,163)	4,322	4,932	5,706	8,111
融資活動之現金流量	(1,089)	(3,557)	(3,502)	(2,527)	(3,345)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	830	(1,398)	(284)	(841)	(562)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,788)	(2,145)	(3,218)	(1,686)	(2,783)
其他融資現金流	(132)	(14)	0	0	0
匯率影響數	(24)	(140)	-	-	-
本期產生現金流量	(584)	2,479	1,282	3,044	4,630

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	7.3%	7.0%	7.4%	6.9%	6.1%
- 銷管費用/營業收入	10.8%	13.2%	8.2%	11.8%	12.7%
= 營業利率					
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	0.5	0.5	0.5	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.5	1.7	1.5	1.7	1.9
營業利率	10.8%	13.2%	8.2%	11.8%	12.7%
x 資本周轉率	1.5	1.7	1.5	1.7	1.9
x (1 - 有效現金稅率)	76.4%	78.9%	78.7%	78.1%	78.1%
= 稅後 ROIC	12.7%	17.9%	9.5%	15.4%	19.0%

資料來源：公司資料，凱基

華通 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-08-11	增加持股	50.00	44.70
2023-05-12	增加持股	48.00	42.05
2023-03-10	增加持股	52.00	45.25
2022-11-11	增加持股	60.00	47.95
2022-08-05	持有	56.00	49.15
2022-06-22	持有	50.00	44.60
2022-05-12	持有	48.00	41.00
2022-03-11	持有	50.00	43.50
2022-01-11	持有	48.00	42.35
2021-11-04	持有	46.00	40.70

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。