

南亞科 (2408. TW/2408 TT)

AI 驅動 DRAM 價量齊揚

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	74.20
12 個月目標價 (NT\$)	85.00
前次目標價 (NT\$)	85.00
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	14.6

焦點內容

- AI PC 及 AI 伺服器逐步商業化下，DDR5 及 HBM 需求將加速成長，限縮 DRAM 位元供給。
- 我們認為南亞科可藉升載創造經濟規模，並自 2Q24 起由虧轉盈。
- 建議投資人布局該股。

交易資料表

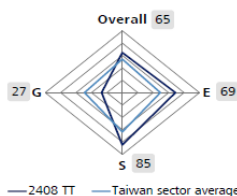
市值：(NT\$/US\$mn)	229.9 / 7,366	
流通在外股數 (百萬股)：	3,098	
外資持有股數 (百萬股)：	550	
3M 平均成交量 (百萬股)：	9.08	
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	51.20 - 78.50	

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	12.1	4.2	29.7
相對表現 (%)	7.6	-0.2	11.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.11A	2.12A	0.85A	(0.37)A
2023	(0.54)A	(0.25)A	(0.81)F	(0.50)F
2024	(0.20)F	0.57F	1.14F	1.31F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

我們看好 2024 年 DRAM 將正式進入上升循環。

評論及分析

AI PC、AI 伺服器加速 DDR5、HBM 需求成長，並限縮位元供給。由於晶粒尺寸較大、良率較低，新興的 DDR5 及 HBM 滲透將增加 DRAM 工廠產能的消耗。AI PC 及 AI 伺服器逐步商業化、且主要搭載 DDR5 或 HBM 下，我們估計 2024 年伺服器 DDR5 及 HBM 佔整體 DRAM 位元供給的 17%、3.0%，更佔整體 DRAM 投片量的 20%、8.7%。我們預估 2024 年整體 DRAM 位元需求成長將達 15%，與位元供給成長的 15% 大致相同，供需比僅 97%。

2023 年減產保價，2024 年價量齊揚。記憶體產業自 3Q-4Q22 起進入減產、去庫存、跌價的下降循環，至 4Q23，我們注意到 Micron (美) 已完成 DRAM 庫存，並收斂 DRAM 工廠減產幅度。考量終端需求預計自 2Q24 起回溫，加上龍頭製造商皆預計維持紀律性增產節奏，我們預估 1Q-4Q24 期間 DRAM 合約價將維持漲勢。我們預估南亞科將自 2Q24 起升載，且 1H24 期間 DDR4 價格漲幅將超越 DDR5，反映 DDR3 及 DDR4 較晚完成庫存調整。我們認為南亞科可藉升載創造經濟規模，並自 2Q24 起由虧轉盈。

投資建議

我們給予南亞科「增加持股」評等及目標價 85 元，相當於 2024 年預估每股淨值 57 元的 1.5 倍。考量 DRAM 漲價將延伸至 2024 年，加上南亞科將可在庫存去化後增產，建議投資人布局該股。

投資風險

產業製程轉換進度、PC 與智慧型手機需求不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	61,006	85,604	56,952	29,755	58,319
營業毛利 (NT\$百萬)	15,692	37,044	21,342	(3,878)	18,238
營業利益 (NT\$百萬)	8,434	27,186	11,002	(13,408)	8,238
稅後淨利 (NT\$百萬)	7,686	22,849	14,619	(6,509)	8,753
每股盈餘 (NT\$)	2.51	7.40	4.72	(2.10)	2.83
每股現金股利 (NT\$)	1.30	3.70	2.13	0.30	1.30
每股盈餘成長率 (%)	(22.3)	195.2	(36.2)	(144.5)	0.0
本益比 (x)	29.6	10.0	15.7	N.A.	26.3
股價淨值比 (x)	1.5	1.3	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	7.4	3.3	5.7	86.6	6.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.8	5.0	2.9	0.4	1.8
股東權益報酬率 (%)	5.0	14.0	8.3	(3.7)	5.1

資料來源：公司資料，凱基

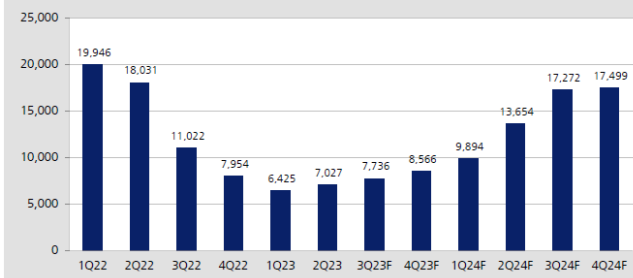
圖 1: 公司概況

南亞科成立於 1995 年，為台塑集團旗下的 DRAM 製造商，生產基地位於新北市泰山。南亞科主要自台塑勝高(3532 TT, NT\$ 159.0, 未評等)等業者採購半導體矽晶圓，所生產的 DRAM 主要透過福懋科(8131 TT, NT\$39.10, 未評等)進行封測，供給消費性產品等利基型應用及 PC。台塑勝高及福懋科為同屬台塑集團的關係企業。

資料來源：凱基

圖 3: 季營業收入

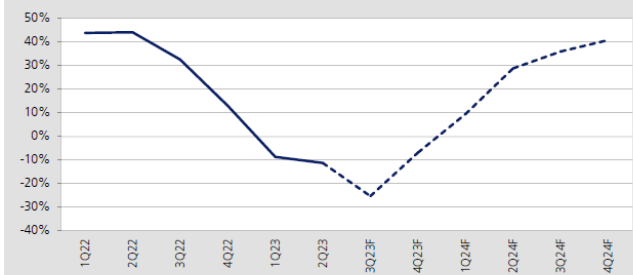
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

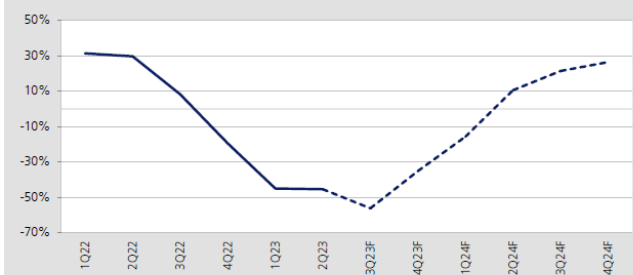
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率

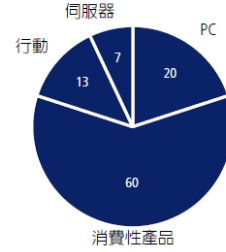
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 2: 消費型 DRAM 佔南亞科營收大宗

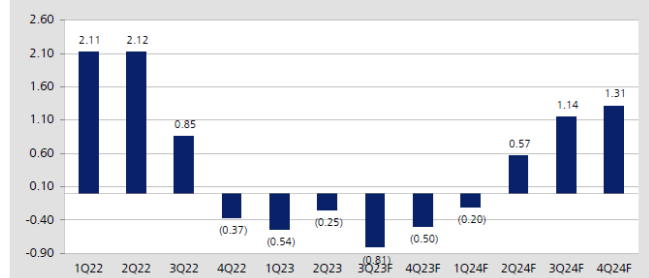
2020 年產品應用別營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

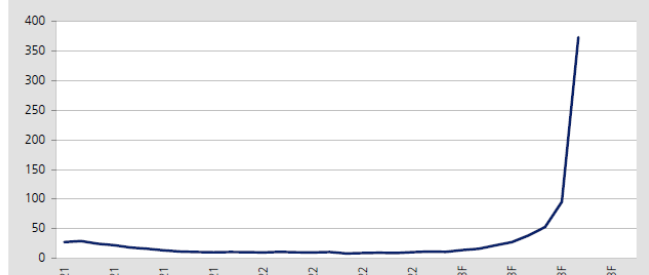
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 6: 本益比

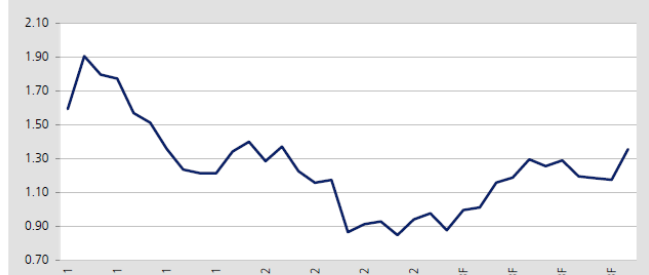
本益比，倍



資料來源：凱基

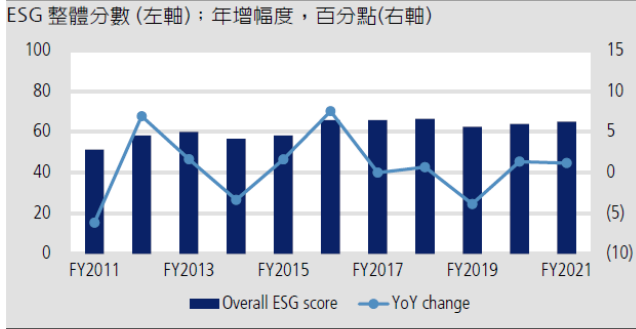
圖 8: 股價淨值比

股價淨值比，倍



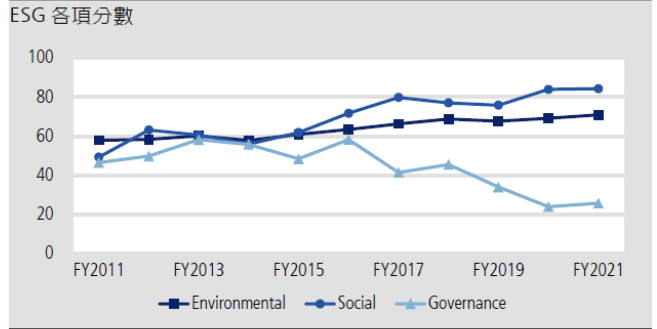
資料來源：凱基

圖 9：ESG 整體分數



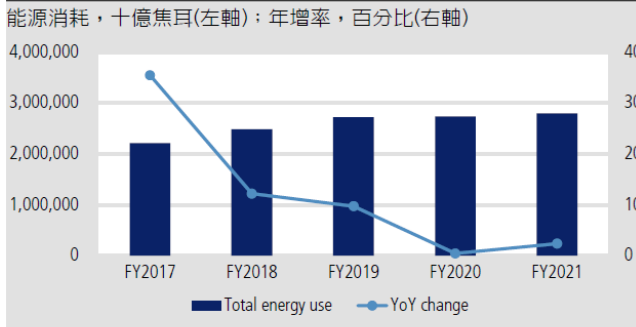
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 10：ESG 各項分數



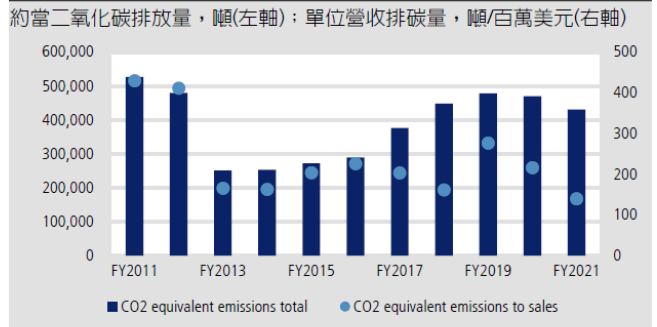
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：能源消耗



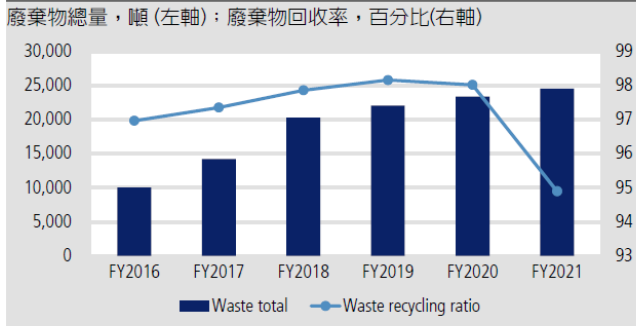
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：碳排量



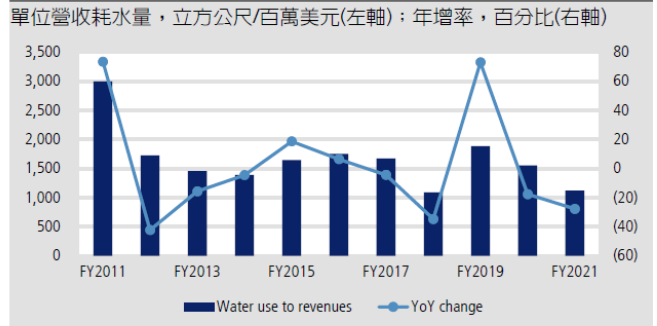
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：廢棄物總量



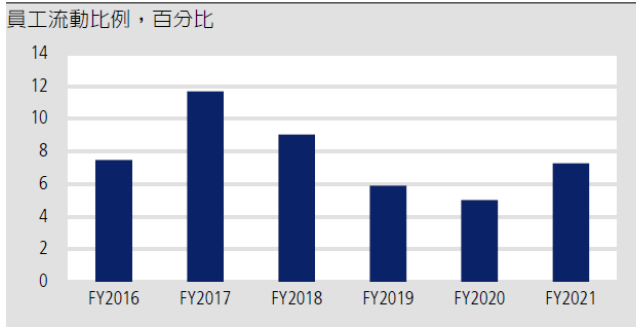
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：耗水量



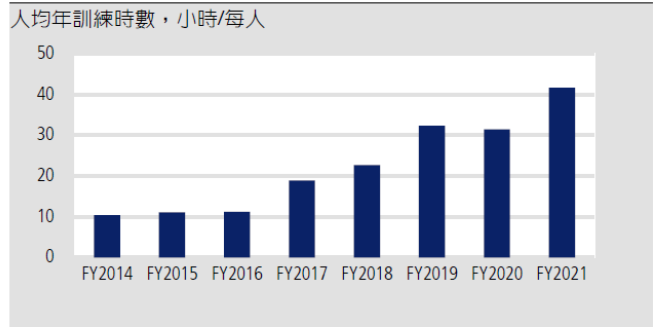
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：員工流動率



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：員工訓練



資料來源：Refinitiv，公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料，凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度				年度				年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	6,425	7,027	7,736	8,566	9,894	13,654	17,272	17,499	56,952	29,755	58,319
營業成本	(6,979)	(7,815)	(9,689)	(9,149)	(8,954)	(9,715)	(11,055)	(10,356)	(35,610)	(33,633)	(40,081)
營業毛利	(554)	(788)	(1,953)	(583)	940	3,938	6,217	7,143	21,342	(3,878)	18,238
營業費用	(2,331)	(2,396)	(2,387)	(2,416)	(2,485)	(2,493)	(2,508)	(2,515)	(10,340)	(9,530)	(10,000)
營業利益	(2,885)	(3,185)	(4,340)	(2,999)	(1,545)	1,446	3,709	4,628	11,002	(13,408)	8,238
折舊	(3,694)	(3,758)	(3,775)	(3,872)	(3,875)	(3,875)	(3,875)	(3,875)	(14,988)	(15,100)	(15,500)
攤提	(64)	(89)	(65)	(40)	(65)	(65)	(65)	(65)	(258)	(258)	(258)
EBITDA	873	663	(500)	914	2,395	5,385	7,649	8,567	26,249	1,950	23,996
利息收入	720	777	650	603	630	540	450	180	1,395	2,750	1,800
投資利益淨額	39	127	112	171	144	144	144	144	574	448	576
其他營業外收入	0	(0)	458	544	40	40	40	40	514	1,001	160
總營業外收入	759	903	1,220	1,317	814	724	634	364	2,483	4,199	2,536
利息費用	(18)	(20)	(23)	(29)	(25)	(25)	(25)	(25)	(49)	(90)	(100)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	32	381	-	(412)	-	-	-	-	3,441	-	-
總營業外費用	14	361	(23)	(442)	(25)	(25)	(25)	(25)	3,392	(90)	(100)
稅前純益	(2,112)	(1,920)	(3,143)	(2,123)	(756)	2,145	4,318	4,967	16,877	(9,299)	10,674
所得稅費用[利益]	428	1,150	638	574	136	(386)	(777)	(894)	(2,258)	2,790	(1,921)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(1,685)	(771)	(2,505)	(1,549)	(620)	1,759	3,541	4,073	14,619	(6,509)	8,753
非常項目	0	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(1,685)	(771)	(2,505)	(1,549)	(620)	1,759	3,541	4,073	14,619	(6,509)	8,753
每股盈餘 (NT\$)	(0.54)	(0.25)	(0.81)	(0.50)	(0.20)	0.57	1.14	1.31	4.72	(2.10)	2.83
獲利率 (%)											
營業毛利率	(8.6)	(11.2)	(25.2)	(6.8)	9.5	28.8	36.0	40.8	37.5	(13.0)	31.3
營業利益率	(44.9)	(45.3)	(56.1)	(35.0)	(15.6)	10.6	21.5	26.4	19.3	(45.1)	14.1
EBITDA Margin	13.6	9.4	(6.5)	10.7	24.2	39.4	44.3	49.0	46.1	6.6	41.1
稅前純益率	(32.9)	(27.3)	(40.6)	(24.8)	(7.6)	15.7	25.0	28.4	29.6	(31.3)	18.3
稅後純益率	(26.2)	(11.0)	(32.4)	(18.1)	(6.3)	12.9	20.5	23.3	25.7	(21.9)	15.0
季成長率 (%)											
營業收入	(19.2)	9.4	10.1	10.7	15.5	38.0	26.5	1.3			
營業毛利	(153.4)	42.3	147.7	(70.1)		318.8	57.9	14.9			
營業收益增長	86.9	10.4	36.3	(30.9)	(48.5)		156.5	24.8			
EBITDA	(60.6)	(24.1)	(175.5)		162.0	124.9	42.0	12.0			
稅前純益	48.9	(9.1)	63.7	(32.5)	(64.4)		101.3	15.0			
稅後純益	47.0	(54.2)	225.0	(38.2)	(60.0)		101.3	15.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(67.8)	(61.0)	(29.8)	7.7	54.0	94.3	123.3	104.3	(33.5)	(47.8)	96.0
營業毛利	(106.3)	(109.9)	(154.3)	(156.2)					(42.4)	(118.2)	
營業收益	(146.1)	(159.4)	(571.7)	94.2	(46.5)				(59.5)	(221.9)	
EBITDA	(91.4)	(92.8)	(110.6)	(58.8)	174.3	712.6		837.2	(38.2)	(92.6)	1130.8
稅前純益	(126.3)	(127.0)	(199.4)	49.7	(64.2)				(39.2)	(155.1)	
稅後純益	(125.7)	(111.7)	(194.9)	35.1	(63.2)				(36.0)	(144.5)	

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	165,632	191,421	202,236	185,015	192,838
流動資產	76,745	106,460	105,512	87,772	95,778
現金及短期投資	51,726	80,700	73,593	52,518	58,725
存貨	14,127	11,611	23,384	28,034	28,034
應收帳款及票據	7,876	11,569	4,359	4,629	4,629
其他流動資產	3,016	2,580	4,175	2,592	4,390
非流動資產	88,887	84,961	96,723	97,243	97,060
長期投資	5,161	5,350	6,131	6,215	6,791
固定資產	79,729	76,207	84,897	84,381	83,881
什項資產	3,998	3,404	5,695	6,646	6,388
負債總額	11,820	18,443	21,278	16,435	16,435
流動負債	8,779	15,692	16,179	10,990	10,990
應付帳款及票據	2,112	2,850	5,604	4,446	4,446
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	6,667	12,842	10,575	6,544	6,544
長期負債	3,041	2,751	5,099	5,444	5,444
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	1,424	1,242	898	5,444	5,444
股東權益總額	153,812	172,978	180,958	168,580	176,404
普通股股本	30,972	30,973	30,981	30,981	30,981
保留盈餘	79,395	95,426	95,267	87,828	92,554
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	17.9%	40.3%	(33.5%)	(47.8%)	96.0%
營業收益增長	(11.4%)	222.3%	(59.5%)	(221.9%)	-
EBITDA	(4.4%)	85.6%	(38.2%)	(92.6%)	1130.8%
稅後純益	(21.8%)	197.3%	(36.0%)	(144.5%)	-
每股盈餘成長率	(22.3%)	195.2%	(36.2%)	(144.5%)	-
獲利能力分析					
營業毛利率	25.7%	43.3%	37.5%	(13.0%)	31.3%
營業利率	13.8%	31.8%	19.3%	(45.1%)	14.1%
EBITDA Margin	37.5%	49.6%	46.1%	6.6%	41.1%
稅後純益率	12.6%	26.7%	25.7%	(21.9%)	15.0%
平均資產報酬率	4.6%	12.8%	7.4%	(3.4%)	4.6%
股東權益報酬率	5.0%	14.0%	8.3%	(3.7%)	5.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	686.5	1,174.3	344.6	(102.3)	107.7
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	1,723.9	1,863.7	429.1	5.8	221.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1,723.9	1,863.7	429.1	5.8	221.4
流動比率 (x)	8.7	6.8	6.5	8.0	8.7
速動比率 (x)	7.1	6.0	5.1	5.4	6.2
淨負債 (NT\$百萬)	(51,726)	(80,700)	(73,593)	(52,518)	(58,725)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.51	7.40	4.72	(2.10)	2.83
每股現金盈餘 (NT\$)	7.38	14.29	6.81	0.17	7.15
每股淨值 (NT\$)	49.66	55.85	58.41	54.42	56.95
調整後每股淨值 (NT\$)	50.18	56.03	58.42	54.42	56.95
每股營收 (NT\$)	19.90	27.73	18.39	9.61	18.83
EBITDA/Share (NT\$)	7.47	13.76	8.47	0.63	7.75
每股現金股利 (NT\$)	1.30	3.70	2.13	0.30	1.30
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.37	0.48	0.29	0.15	0.31
應收帳款周轉天數	47.3	49.3	27.9	56.8	29.1
存貨周轉天數	114.1	87.3	239.7	304.2	256.0
應付帳款周轉天數	17.1	21.4	57.4	48.2	40.6
現金轉換周轉天數	144.3	115.2	210.2	312.8	244.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	61,006	85,604	56,952	29,755	58,319
營業成本	(45,314)	(48,560)	(35,610)	(33,633)	(40,081)
營業毛利	15,692	37,044	21,342	(3,878)	18,238
營業費用	(7,257)	(9,858)	(10,340)	(9,530)	(10,000)
營業利益	8,434	27,186	11,002	(13,408)	8,238
總營業外收入	1,148	795	2,483	4,199	2,536
利息收入	681	274	1,395	2,750	1,800
投資利益淨額	467	521	574	448	576
其他營業外收入	-	(0)	514	1,001	160
總營業外費用	(591)	(214)	3,392	(90)	(100)
利息費用	(13)	(24)	(49)	(90)	(100)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(578)	(190)	3,441	-	-
稅前純益	8,991	27,767	16,877	(9,299)	10,674
所得稅費用[利益]	(1,305)	(4,918)	(2,258)	2,790	(1,921)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	0	-	-
稅後淨利	7,686	22,849	14,619	(6,509)	8,753
EBITDA	22,885	42,480	26,249	1,950	23,996
每股盈餘 (NT\$)	2.51	7.40	4.72	(2.10)	2.83

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	22,612	44,107	21,082	523	22,136
本期純益	7,686	22,849	14,619	(6,509)	8,753
折舊及攤提	14,451	15,294	15,247	15,358	15,758
本期運用資金變動	3,125	(535)	(4,685)	(2,853)	(4,896)
其他營業資產及負債變動	(2,649)	6,499	(4,099)	(5,472)	2,521
投資活動之現金流量	(8,853)	(10,930)	(20,868)	(15,000)	(15,000)
投資用短期投資出售[新購]	-	(12)	(729)	-	-
其他營業資產及負債變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(8,476)	(11,260)	(20,711)	(15,000)	(15,000)
其他資產變動	(377)	342	572	-	-
自由現金流	16,072	25,610	(877)	(12,139)	2,360
融資活動之現金流量	(4,106)	(3,060)	(11,771)	(6,599)	(929)
短期借款變動	(3)	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(4,600)	(4,000)	(11,470)	(6,600)	(929)
其他融資現金流	498	(168)	(301)	1	-
匯率影響數	(2,076)	(1,143)	4,451	-	-
本期產生現金流量	7,577	28,974	(7,107)	(21,076)	6,207

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	11.9%	11.5%	18.2%	32.0%	17.1%
= 銷售費用/營業收入	13.8%	31.8%	19.3%	(45.1%)	14.1%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.3	0.1	0.3	0.8	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	1.3	0.9	1.5	2.8	1.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
= 資本周轉率	0.6	1.0	0.6	0.3	0.5
營業利率	13.8%	31.8%	19.3%	(45.1%)	14.1%
x 資本周轉率	0.6	1.0	0.6	0.3	0.5
x (1 - 有效現金稅率)	85.5%	82.3%	86.6%	70.0%	82.0%
= 稅後 ROIC	7.5%	25.8%	9.5%	(8.2%)	5.9%

資料來源：公司資料，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關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。