

台灣：鋼鐵

2017年8月21日

## 台灣鋼鐵集團

### 鋼鐵梟雄，即將崛起

**新挑戰者登場：**以上游電爐廠慶欣欣和易昇作為基底，台灣鋼鐵集團過去數年已進行數樁併購案。透過累積持股與進入董事會，台鋼已併購春雨 (2012 TT)、久陽 (5011 TT)，及沛波 (6248 TT)，且與官田鋼 (2017 TT) 結成策略聯盟。我們看好目前趨勢，並認為若能成功完成整合，台灣鋼鐵集團將成為中鋼 (2002 TT，持有) 之外，在台灣另一個的強大競爭者

**版圖逐步完成：**在整合碳鋼產品之後，台鋼即將切入不銹鋼市場。自 2017 年初，台鋼鎖定特殊合金製造商榮剛 (5009 TT) 作為下個整合目標。榮剛不但可提供不銹鋼產品，亦可提昇如台鋼集團內螺絲等其他產品品質。

**個股焦點：**

- 1) 春雨**為台灣主要的螺絲螺絲供應者之一。在台鋼於 2013 年進入董事會後，其效益已展現在近年獲利能力上 (2017 上半年 EPS 0.39 元，年增 115%)，我們預期 2017 年 EPS 將維持在 1 元左右水準。此外，春雨的東莞廠已與寶武鋼鐵旗下的高爐廠韶鋼松山 (000717 CH) 結成策略聯盟。一旦新的螺絲產能於 2017 年完工後，春雨可望因進料成本降低及營收擴張受惠。我們預期 2018 年營收及獲利將可雙雙成長，目前本淨比約 1.1 倍並不算貴；
- 2) 官田鋼**為中游盤元、線材製造廠，與台鋼在 2016 年結盟，因此，官田鋼可自慶欣欣獲得便宜進料，並為春雨及久陽提供盤元、線材。在成本降低挹注下，官田鋼 2017 上半年 EPS 0.55 元 (年增 64%)，接近 2016 年的 0.57 元 (當年轉虧為盈，並在連續 4 年未配發股利後首度配發現金股利)。我們看好 2017 年下半年獲利前景，粗估 2017 年 EPS 可望達約 0.8-0.9 元，2017 年本淨比小於 0.8 倍並不高；
- 3) 榮剛**擁有優越的不銹鋼技術，但過去數年來因產能利用率低，且原物料價格走空，導致獲利表現不佳。台鋼集團自 2017 年起進入榮剛董事會，希望透過其先進技術提昇產品組合品質。此外，台鋼集團亦可提供建議及資源，改善榮剛的效率及獲利能力。我們認為若雙方能夠磨合，可說是雙贏局面。

**條鋼產業重點摘要：**

- 1) 2014-16 年間鋼筋需求走軟**，係因房市疲弱。然而，我們認為需求在 2017-18 年應可觸底反彈，動能來自國內基礎建設計畫。
- 2) 中國政府正打擊所謂地條鋼**，強制所有不合格業者於 2017 年中退場。我們認為改革將帶動 1) 鋼筋漲價；及 2) 廢鋼需求下滑。因此，我們預期 2017 年下半年鋼筋利差將擴張，有利如豐興 (2015 TT，未評等) 及慶欣欣等電爐業者，其獲利能力將有利其成為併購標的。

春雨 (2012 TT，未評等)	
市值	4,187.11 百萬元
股價 (2017/08/18)	NT\$14.55
外資持股比例	3.00%
淨負債權益比	130.4%
2016/1H17 EPS	NT\$0.95/0.34
1H17 每股淨值	NT\$12.7

官田鋼 (2017 TT，未評等)	
市值	2,941.04 百萬元
股價 (2017/08/18)	NT\$8.99
外資持股比例	3.27%
淨負債權益比	47.4%
2016/1H17 EPS	NT\$0.57/0.55
1H17 每股淨值	NT\$12.15

榮剛 (5009 TT，未評等)	
市值	9,288 百萬元
股價 (2017/08/18)	NT\$19.90
外資持股比例	12.97%
淨負債權益比	96.0%
2016/1H17 EPS	NT\$0.7/0.22
1H17 每股淨值	NT\$19.54

久陽 (5011 TT，未評等)	
市值	647.89 百萬元
股價 (2017/08/18)	NT\$15.75
外資持股比例	0.02%
淨負債權益比	103.6%
2016/1H17 EPS	NT\$0.72/-1.75
1H17 每股淨值	NT\$12.11

沛波 (6248 TT，未評等)	
市值	642.65 百萬元
股價 (2017/08/18)	NT\$20.95
外資持股比例	0.42%
淨負債權益比	24.3%
2016/1H17 EPS	NT\$0.92/0.36
1H17 每股淨值	NT\$11.53

報告分析師：

李 侃奇 CFA

+886 2 3518 7983

leo.kc.lee@yuanta.com

<http://research.yuanta.com>

Bloomberg code: YUTA

#### 分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

# 台灣鋼鐵集團 – 過去與未來

## 概況分析

台灣鋼鐵集團目前擁有 7 家公司股權，包括慶欣欣(未上市)、易昇(未上市)、官田鋼(2017 TT, 未評等)、沛波 (6248 TT, 未評等)、春雨 (2012 TT, 未評等)、久陽 (5011 TT)、榮剛 (5009 TT)。上述公司於電爐供應鏈的地位分別列於圖一。台鋼集團的管理層係由投身鋼鐵產業數十年、經驗豐富的資深人員組成，側重生產流程與行銷通路最佳化。

圖 1：台灣鋼鐵集團之供應鏈



資料來源：公司資料、元大投顧

台鋼逐漸成長茁壯，成為中鋼以外台灣唯一的垂直整合鋼鐵公司。

## 以私募基金方式，逐步完成版圖

以收購上游電爐廠慶欣欣和易昇股權作為開始，台灣鋼鐵集團過去數年已進行數樁併購案。透過累積持股與進入董事會，台鋼已整合久陽、沛波、春雨，且對這些公司擁有經營權。台鋼亦與官田鋼、榮剛組成策略聯盟。透過此一布局，台鋼逐漸成長茁壯，成為中鋼以外(為高爐廠商)台灣唯一垂直整合的鋼鐵公司。

累積上市公司持股、進入董事會是台鋼的主要成長策略。這項策略優於自建產能/廠房的優勢包括 **1)** 資本支出較少；**2)** 可更快因應市場動態；**3)** 取得目標公司的無形資產(如：品牌名稱、既有客戶、通路)。台鋼併購活動的資本來自慶欣欣、易昇的穩定現金流。

透過併購活動，台鋼得以優化兩大產線(螺絲與鋼筋)的生產與行銷系統。台鋼可彈性使用慶欣欣與易昇的產能來滿足公司需求。此外，中游(官田鋼)與下游(春雨與久陽)廠商能獲得穩定、具成本優勢的原料來源。根據本中心通路調查，慶欣欣的小鋼胚生產成本較同業低 **10%**左右，係因 **1)** 週轉速度較快，降低庫存成本；**2)** 廢鋼來源的成本較低(慶欣欣使用烤漆鋼板與鍍鋅鋼板而非廢鋼筋)以及 **3)** 產能利用率較高(約 **92%**，相較於同業平均 **87%**)。沛波被台鋼收購後轉型為鋼筋的銷售管道，可直接進入建築市場。本中心認為整合可望使得台鋼避免原物料價格波動影響，並在整個供應鏈中掌握獲利。當原物料價格進入向上循環，獲利會留在上游廠商。相反地，在向下循環時，獲利會流向下業者。

在完成碳鋼產品的整合後，台鋼計畫進入不銹鋼市場，水平整合特殊製鋼產品。自 2017 年起，台鋼鎖定榮剛(5009 TT)為目標，榮剛為台灣特殊合金鋼龍頭，可提供不銹鋼產品，並改善台鋼其他產品(如螺絲)之品質。

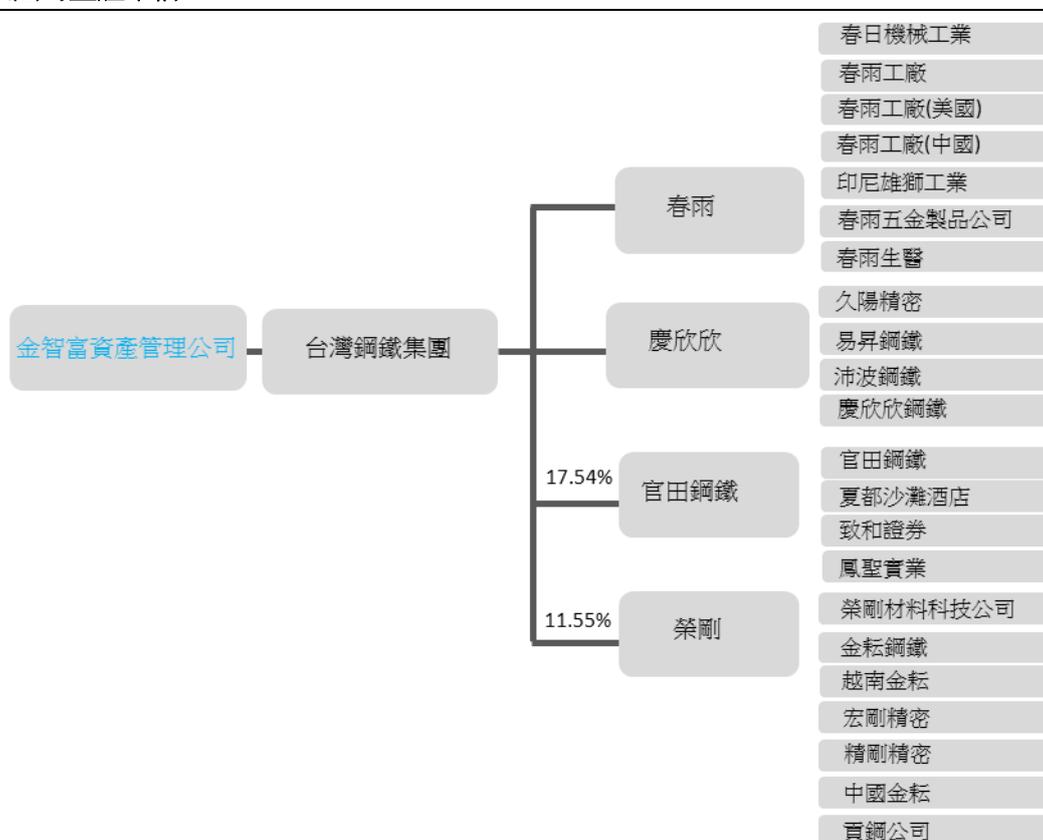
本中心認為台灣鋼鐵產業中的個別公司正面臨競爭力流失的壓力，係受到中國產能過剩之影響。一旦台鋼達到垂直整合，我們認為將與另一台灣公司中鋼(2002 TT，持有)一同成為全球市場中更強大的競爭者。

圖 2：台鋼集團成員所處各個階段



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：台鋼集團的整體架構



資料來源：公司資料、元大投顧



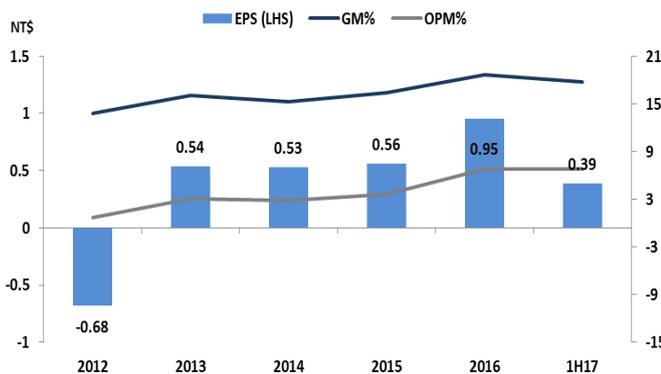
## 春雨 (2012 TT) – 長期獲利成長可期

春雨成立於 1965 年，專事下游鋼鐵產品生產 (螺絲、螺絲、線材)，年產能約 30 萬噸，此外也提供螺絲生產機具。春雨的產品銷往全球各地，以亞洲為主要市場 (營收佔比 65%)，尤其以台灣、中國及印尼為主。

台鋼於 2013 年進入董事會後，春雨的營運效率大幅改善，其效益已展現在春雨的獲利能力上 (參見圖 4)。春雨 2017 年上半年 EPS 0.39 元 (年增 115%)，主要受惠於營收年成長 5% 及營業費用降低。除了獲利能力改善，公司也開始配發股利，且配發率維持穩定 (參見圖 5)。春雨也調整其營運策略，包括 1) 關閉遼寧鞍山廠，該廠自 2011 年第三季投產以來總虧損約達 2.7 億元；2) 逐漸切入附加價值較高的汽車市場，從原本的營建市場擴張事業版圖，趕上三星 (5007 TT, 未評等) 及恒耀 (8349 TT, 未評等) 等同業。由於公司營運穩定，我們預估其 2017 年下半年營收及獲利將維持中個位數年成長，2017 年 EPS 可望維持在大約 1 元的水準。

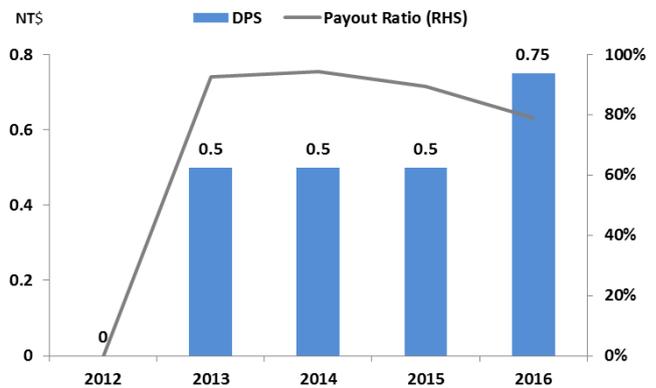
展望未來，春雨的東莞廠已與寶武鋼鐵旗下的高爐廠韶鋼松山 (000717 CH, 未評等) 結成策略聯盟。相關效益包括 1) 運費及進料成本降低，可節省 10% 的成本；及 2) 由於韶鋼計畫擴大產能，因此營收可望擴張。管理層預估新螺絲產能 (相較於目前東莞廠產能擴產超過 30%) 將於 2017 年底前建置完成。因此，我們認為 2018 年春雨營收及獲利可望雙雙成長。

圖 4：春雨 – 獲利能力逐年改善



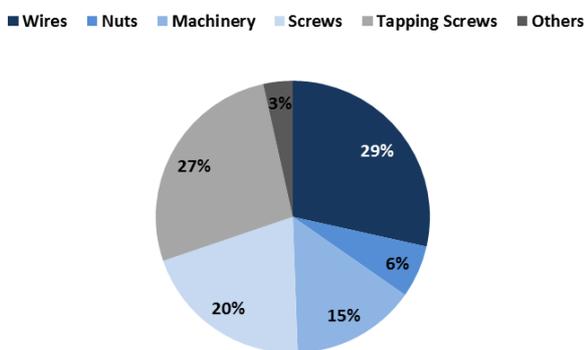
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：春雨 – 股利配發率轉佳



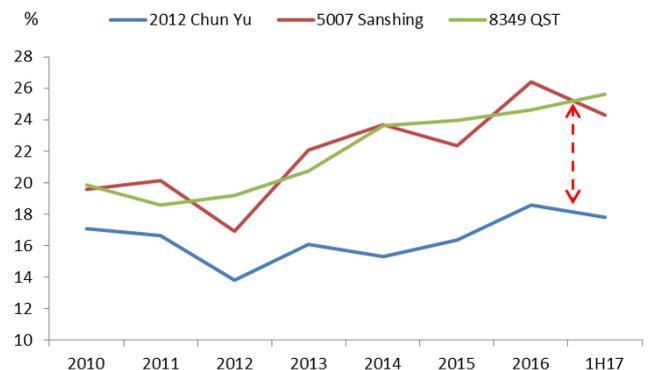
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：春雨 – 2016 年產品佔比



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：春雨 – 毛利率未來可望追上車用螺絲業者？



資料來源：公司資料、元大投顧

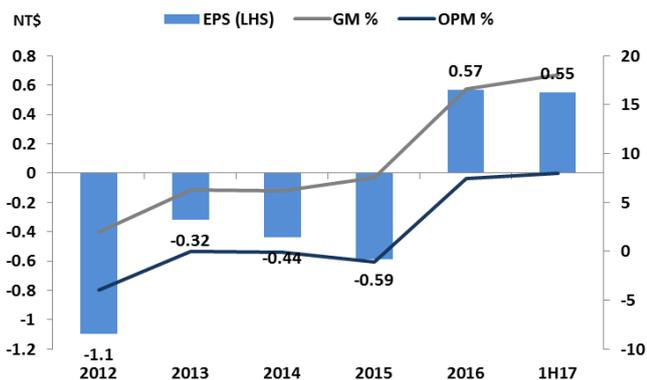
### 官田鋼 (2017 TT) – 回到穩定獲利狀態

官田鋼成立於 1973 年，為中游鋼鐵製造廠，主要生產線材、盤元及鍍鋅盤元，上述產品為螺絲製造廠的主要原料。官田鋼位於台南，線材/盤元/鍍鋅盤元年產能分別為 27 萬/9 萬/4 萬噸。其客戶大多為國內業者，在台灣線材產品市場市佔率達 7.3%。

官田於 2016 年與台鋼結盟，因此獲得上游電爐廠的支援 (先前自俄羅斯及中國進口鋼胚，進口量佔比約 50%)。台鋼也透過慶欣欣提供官田便宜進料，使官田可為春雨及久陽提供線材與盤元以製造螺絲產品，形成垂直整合供應鏈。受惠於進料成本降低，官田 2017 年上半年 EPS 0.55 元 (年增 64%) 接近 2016 年的 0.57 元，公司於 2016 年轉虧為盈並在連續四年未配發股利後首度配發現金股利。展望未來，官田可望受惠於中國鋼鐵現貨價攀升，主要係因 2017 年第三季原料價格上漲。此外，一旦韶鋼與春雨結盟關係穩定後，韶鋼也將為官田高爐提供鋼胚 (高爐產品品質較電爐佳)。因此，本中心看好官田 2017 年下半年獲利展望，預估其 2017 年 EPS 將達 0.8-0.9 元。

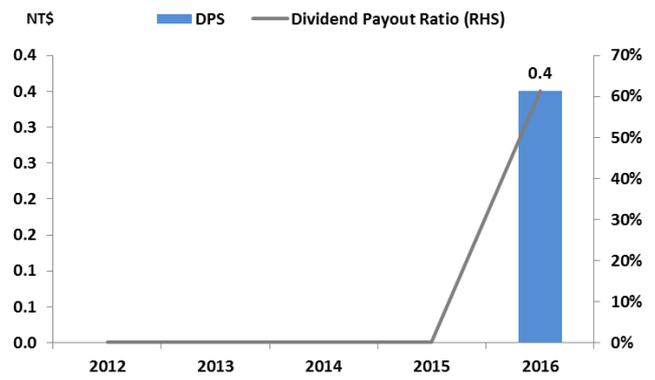
官田計畫投資 9.58 億元將螺絲年產能擴大至 3.6 萬噸。管理層預估新產能將在兩年內進入量產。

圖 8：官田 - 獲利能力逐年改善



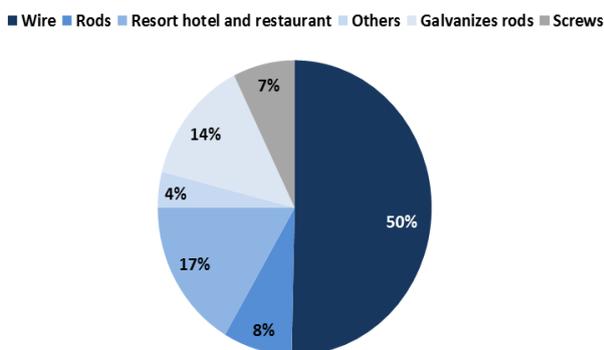
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：官田 - 2016 年開始配發現金股利



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：官田 - 2016 年產品分佈



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：官田 - 資本支出計畫

產品	年產能(噸)	資本支出(百萬元)	備註
螺絲	3.6 萬	958	首度切入下游螺絲市場，預計 2019 年建置完成
線材與盤元	2.4 萬	660	目前產能去瓶頸，預計 2019 年完成

資料來源：公司資料、元大投顧



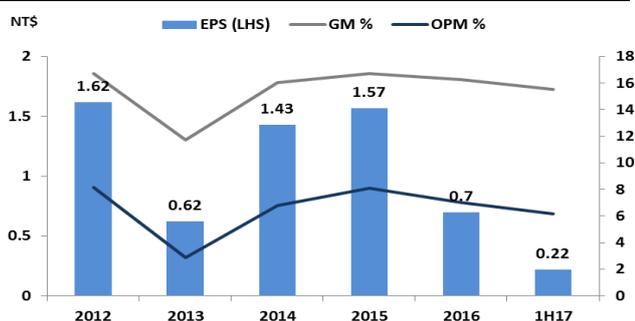
## 榮剛 (5009 TT) – 完整產品組合的最後一環

榮剛材料科技股份有限公司 (榮剛) 成立於 1993 年，專事不鏽鋼棒鋼生產。就製程而言，榮剛的功能性不鏽鋼主要可分為真空重熔精煉 (VAR)/真空感應熔煉 (VIM)/電渣重熔精煉 (ESR)，分別應用於航太/石油與天然氣/能源產業。上述產品需要經過客戶嚴格認證。榮剛的不鏽鋼電爐年產能為 1.2 萬噸，是全球排名前 20 大的合金鋼製造商。

雖然榮剛的不鏽鋼技術/品質優於台灣同業，但近年來獲利表現始終不佳 (參見圖 12)，係因 1) 目前產能利用率偏低 (例如，由於石油及天然氣產業需求放緩，目前 VIM 廠產能利用率僅 30-40%)；及 2) 毛利率與鎳價高度連動 (鎳佔總成本約 70%，參見圖 13)，而 2014-16 年鎳價下行亦不利榮剛毛利率走勢。2017 年上半年 EPS 年增 2.6% 至 0.22 元；雖然營業利益年增 27%，但 2017 年第一季龐大匯損及 2017 年第二季鎳價下滑均對公司造成負面衝擊。展望 2017 年下半年，雖然榮剛訂單出貨比持平在 1 上下，由於鎳價已於 2017 年第三季恢復向上趨勢 (季初至今已上漲 11%)，我們預期 2017 年下半年毛利率將自 2017 年第二季 14% 的水準攀升 (該季鎳價下跌 6%)。因此，我們預估 2017 年 EPS 將呈個位數年成長至 0.7-0.8 元。

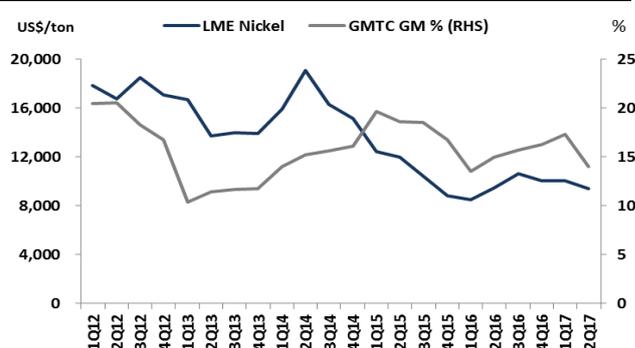
台鋼自 2017 年起收購榮剛股權，目前持股比例超過 20%；因此台鋼得以進入榮鋼董事會，在 9 席中取得 4 席。然而，台鋼並未撤換目前的董事長及管理層，而是希望透過榮剛的先進技術提升產品組合品質。此外，台鋼集團亦可提供建議及資源，改善榮剛的行銷與生產效率。我們認為若雙方能夠磨合，可說是雙贏局面。

圖 12：榮剛 – 獲利能力並未十分強勁



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：榮剛 – 毛利率與鎳價高度連動



資料來源：Bloomberg、公司資料、元大投顧

圖 14：榮剛營收分佈

產品/製程	應用	營收佔比 (%)	毛利率
真空重熔精煉 (VAR)	航太	23-25	30%
真空感應熔煉爐 (VIM)	石油與天然氣	18-20	15-20%
電渣重熔精煉 (ESR)	能源	8-10	5-10%

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：榮剛 – 客戶認證是重要無形資產



資料來源：公司資料、元大投顧

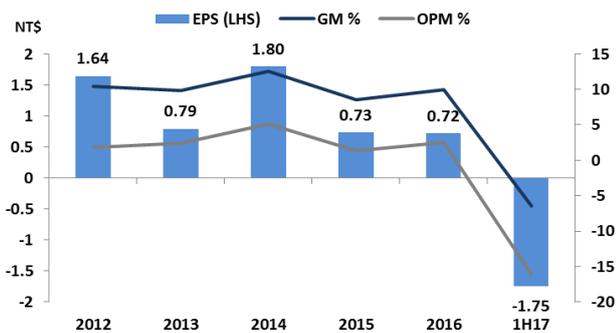
### 久陽 (5011 TT) – 需要轉型，擺脫產業不利趨勢

久陽成立於 1984 年，為台灣建築等級六角螺栓的主要供應商。工廠位於台南與高雄市，年產能為 36,500 噸。久陽將重心放在出口，尤其是歐洲(佔 2016 年營收約 60%以上)。

久陽於 2013 年被台鋼收購，獲利能力受惠於歐盟於 2009-16 年對中國出口螺絲實施的反傾銷稅率 74.1%(參見圖 16)。不過，反傾銷措施在 2016 年第一季度中止，重新引燃來自中國市場的價格競爭。因此，久陽受到平均售價下滑與匯兌走勢不利影響，2017 年上半年毛利率為負值，每股虧損 1.75 元。

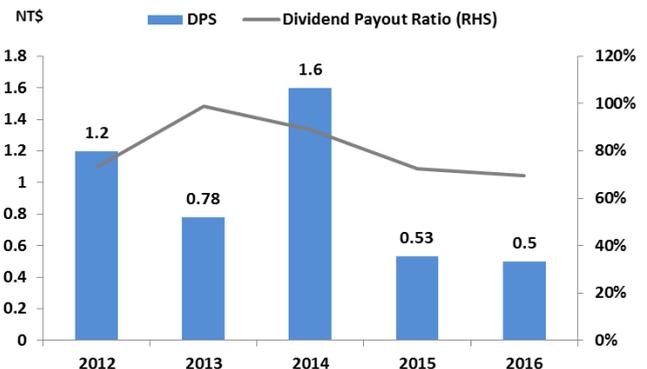
為了對抗目前的不利因素，管理層計畫 1) 透過銷售更多內六角螺栓，減少外六角螺栓的銷售，以改善產品組合(前者平均售價較後者高 10%左右)，而內六角螺栓市場過去主要為中國業者的天下。產品組合改善後，季初至今平均售價回升 20%左右，由 2017 年上半年的每公斤 33-34 元增至每公斤 40 元以上；2) 原料供應商由中龍鋼鐵更換為慶欣欣，線材成本較過去便宜約 10-15%；管理層表示將於 2017 年第四季更換供應商；3) 透過春雨在美國的銷售通路擴展美國市場，以彌補歐盟市場的負面影響。因此，本中心預估久陽 2017 年下半年獲利可望達到損益兩平，或有小幅獲利。

圖 16：久陽 – 獲利能力受匯兌走勢不利與來自中國的價格競爭所拖累



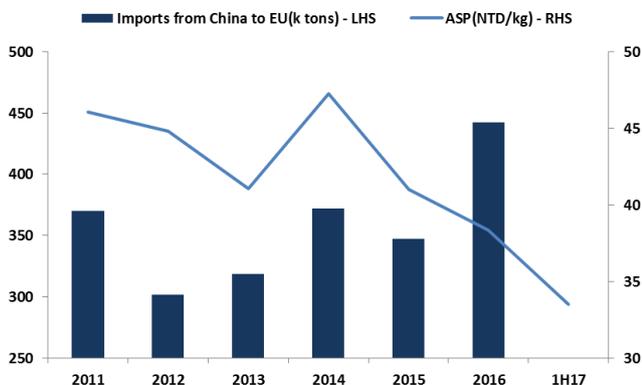
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：久陽 – 穩定的股利配發歷史記錄



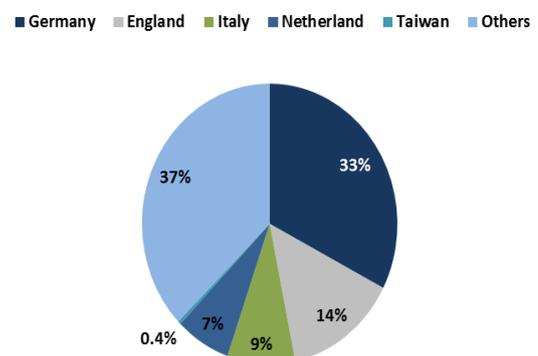
資料來源：Bloomberg、公司資料、元大投顧

圖 18：久陽螺栓產品平均售價與中國出口至歐盟的扣件出口量走勢



資料來源：公司資料、Fastener World、元大

圖 19：久陽需要擴展歐盟以外市場的市佔率以分散風險



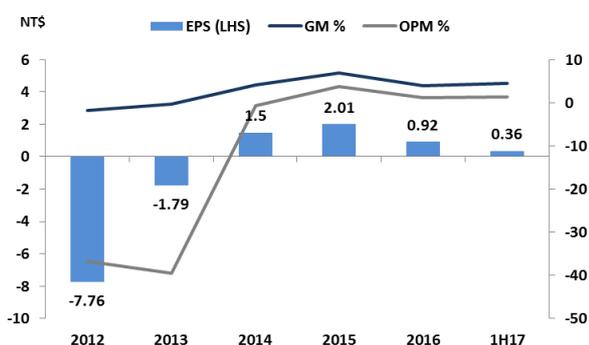
資料來源：公司資料、元大投顧

## 沛波(6248 TT) - 重整後定位為鋼筋銷售通路

沛波成立於 1984 年，原本製造如變壓器、線圈、電感器等電子產品，但多年來處於虧損狀態。台灣鋼鐵集團於 2013 年收購沛波之後，公司被重整定位為鋼筋銷售通路，直接接觸國內建築業的終端客戶。

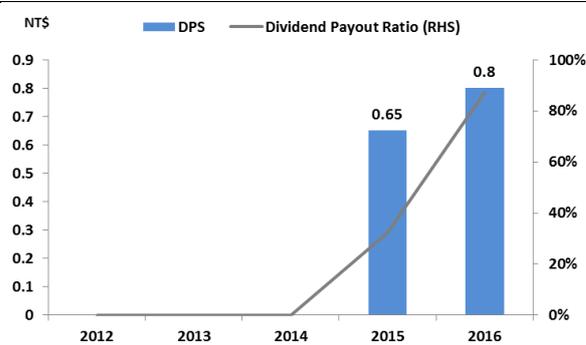
沛波重組後成為慶欣欣與易昇的銷售通路，並轉虧為盈，於 2014 年至 2017 上半年持續有盈餘 (參見圖 20)，並於 2015-16 年發放現金股利 (參見圖 21)。2017 上半年 EPS 年減 64% 至 0.36 元，係因國內房市/基礎建設市場走軟，導致需求不振。管理層預估 2017 下半年獲利前景將轉佳，係受惠於 2017 年第三季鋼筋漲價，且 2017 年第四季將迎來旺季。由於 2017 年出貨量可能年減 15-20% 至 11 萬噸 (前一年約為 13.7 萬噸)，但 2017 下半年毛利率可望擴張，我們預估 2017 年 EPS 將微幅年減至 0.7-0.8 元。

圖 20：沛波重組後獲利能力改善



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：股利發放表現亦轉佳



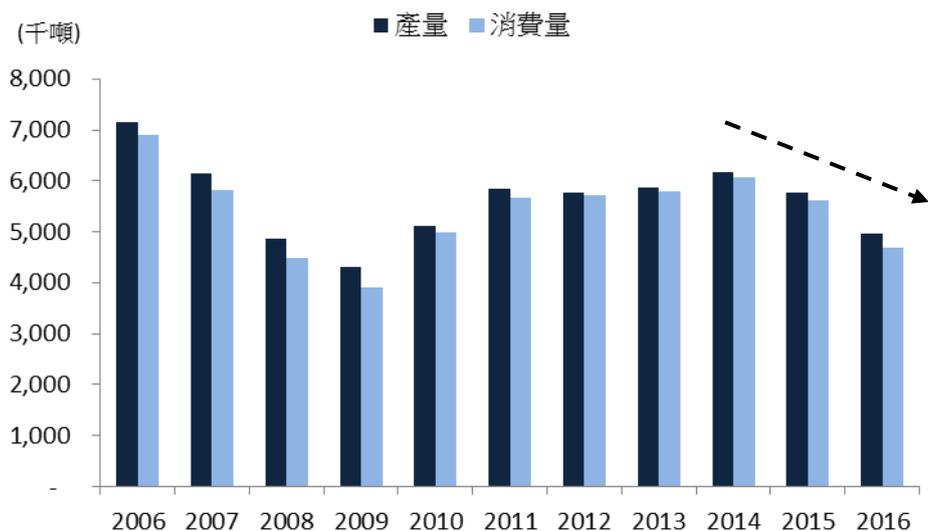
資料來源：Bloomberg、公司資料、元大投顧

## 條鋼產業一覽

與主要以高爐製造的板鋼類產品不同，條鋼產品主要進料來源是廢鋼，並以電爐煉鋼系統製成。在 2015 年台灣生產的熱軋鋼棒鋼及盤元中，鋼筋/盤元/型鋼/棒鋼比例分佔 56%/26%/14%/3.5%。

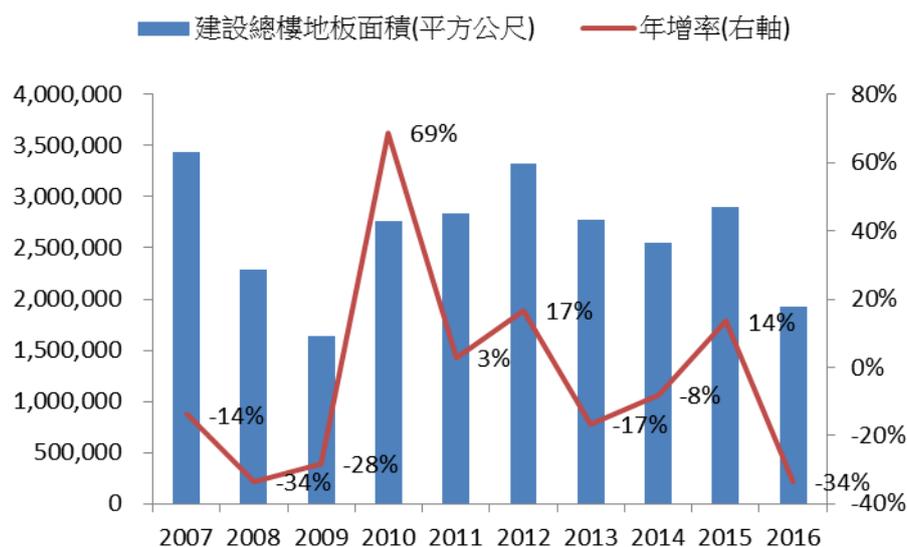
以最常見的條鋼產品鋼筋而言，台灣的供需相當平衡。鋼筋在 2014–16 年的年複合成長率為-12% (參見圖 22)，主要係受房市疲弱影響 (參見圖 23)。

圖 22：台灣鋼筋供需狀況



資料來源：台灣鋼鐵工業同業公會、元大投顧

圖 23：台灣建設總樓地板面積



資料來源：營建署、元大投顧

展望 2018 年之後，由於執政的民進黨發起前瞻基礎建設計畫，在其挹注下國內鋼筋需求可望提昇。計畫第一期 (2017/18-2018/19 年) 預算約 1,090 億元，我們預期約有 50% 的預算 (用於軌道及都市建設) 需要更多鋼筋。因此，我們預期在 2016 年的低基期上，鋼筋需求將於 2017-18 年觸底反彈。

圖 24：民進黨基礎建設計畫第一期 (2017/18-2018/19 年) 細節

民進黨基礎建設計畫	投資項目	預算 (百萬元)
第一期預算規畫	軌道建設	17,069
	數位建設	16,200
	綠能建設	8,100
	人才培育促進就業	4,200
	友善育兒空間	2,000
	食安	300
	水環境	25,700
	城鄉建設	35,400
總額		108,969

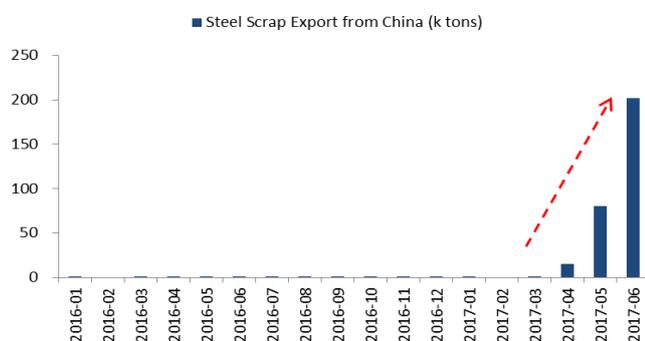
資料來源：元大投顧

### 鋼筋獲利可望因廢鋼成本降低而擴張

為了進一步達成供給側改革，中國政府宣佈將消滅所謂的「地條鋼」。地條鋼是用中頻爐製成，被認為是高污染、低品質的劣質鋼品。非官方數字統計地條鋼每年產能約 1 億噸 (相當於中國官方粗鋼產能數據約 8%)。

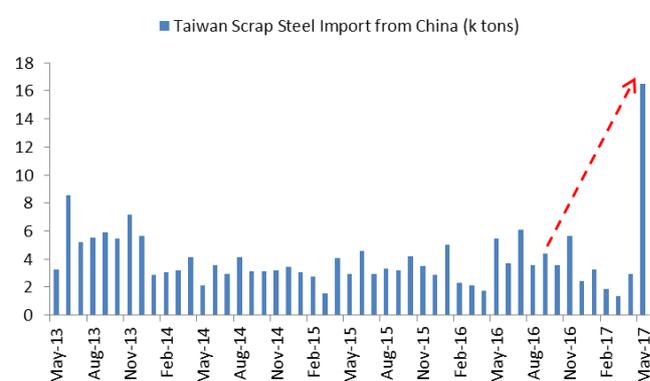
2017 上半年，中國政府下令於年中前關閉所有中頻爐。由於不合格的鋼廠逐漸退出，我們預期此波改革將帶來 1) 中國國內鋼筋漲價，係因低階產品消失；及 2) 中國國內廢鋼需求下跌。我們觀察到中國廢鋼出口量於 2017 年第二季大幅增至 29.7 萬噸，遠高於 2017 年第一季的 720 噸 (參見圖 25)，而溢出效應亦反映在台灣自大陸進口的廢鋼量上 (參見圖 26)。我們預期自中國進口的廢鋼將較原本自日本或美國進口的來源便宜。

圖 25：中國廢鋼出口量



資料來源：Wind、元大投顧

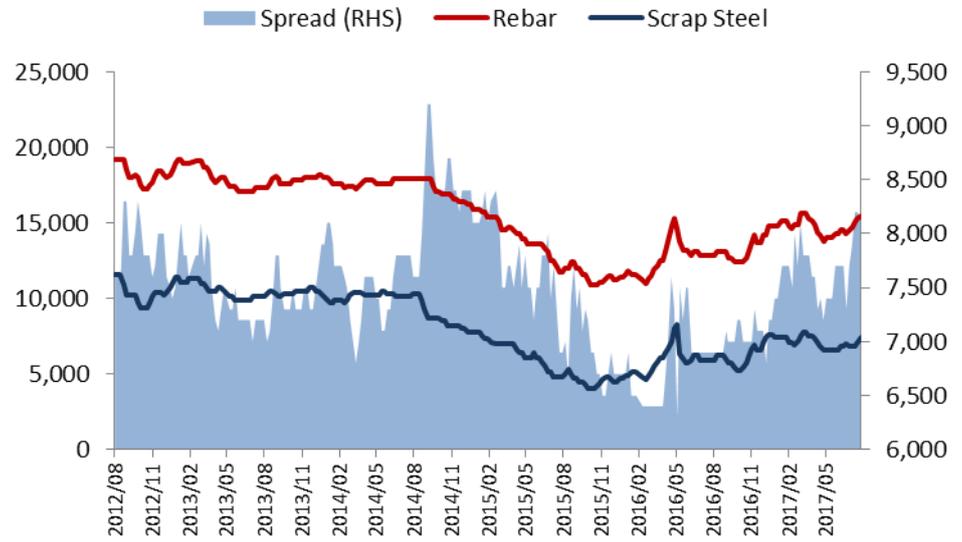
圖 26：台灣自中國進口的廢鋼量



資料來源：國貿局、元大投顧

我們預期鋼筋對廢鋼的利差將在 2017 下半年擴大，且本季以來已可觀察到此現象 (參見圖 27)。因此，我們認為電爐生產廠，如豐興鋼鐵 (2015 TT，未評等)、東和鋼鐵 (2006 TT，未評等) 及台灣鋼鐵集團的慶欣欣可望從此趨勢中獲益。我們認為慶欣欣將可進一步確保其強勁獲利能力，代表公司將可為台灣鋼鐵集團的併購活動提供足夠資金。

圖 27：台灣鋼筋及廢鋼價格/利差走勢



資料來源：Wind、元大投顧

## 附錄 A：重要披露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	157	35%
持有-超越同業	96	21%
持有-落後同業	16	4%
賣出	5	1%
評估中	181	40%
限制評等	0	0%
總計：	455	100%

資料來源：元大投顧

### 投資評等說明

**買進：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

**持有-超越同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**持有-落後同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**賣出：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

**評估中：**本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

**限制評等：**為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2017 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣臺北市 104 南京東路三段  
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部

元大證券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 號  
海富中心 1 座 23 樓