2018 年 9 月 3 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4119 TT 旭富	買進	旭富的投資評等維持買進，目標價由77元上修至90元，潛在漲幅26%，主要理由如下：
	目標價	(1) 高毛利關節炎客戶積極備貨，2Q18獲利優於預期，上修全年出貨噸數至70噸；
	90	(2) 6/2018美國FDA通過第一個萃取自大麻藥物，旭富大麻二酚CBD產品出貨可望倍增。

研究員 李振南
donaldlee@jsun.com

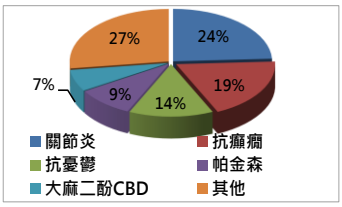
近期投資評等

09/03/2018	買進
05/04/2018	買進
01/29/2018	買進

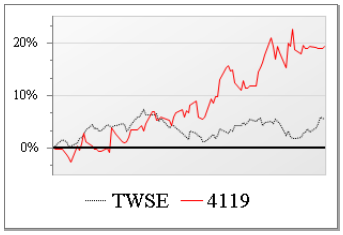
公司基本資料

收盤價(元)(08/31/2018)	71.50
股本(百萬元)	795
總市值(億元)	56.8
每股淨值(元)	37.35
外資持股比(%)	9.10
投信持股比(%)	0.50
近 20 日均量(張)	891
融資餘額(08/31/2018)	1,895

產品組合(1H18)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **高毛利關節炎、大麻二酚出貨帶動，2Q18獲利優於預期：**旭富2Q18稅後淨利1.5億元(YoY+275%)，稅後EPS 1.88元，優於日盛預估的0.9元，係因業外匯兌收益貢獻2,000萬。營業利益1.57億元(YoY+213%)，表現亦優於預期，係因：(1)關節炎API客戶積極回補庫存，單季出貨量23噸；(2)高毛利率大麻二酚新產品出貨帶動，1H18貢獻營收約6,300萬(2Q18出貨為主)。由於關節炎、大麻二酚均屬高毛利率產品，因產品組合較佳，2Q18毛利率44.2%(YoY+14ppts)。累積1H18關節炎出貨達37噸，提前達成日盛全年預估數，雖部份成長可能來自於客戶因應製劑轉廠的提前備貨需求，然新區域、新客戶亦持續增加，日盛上修2018年出貨量至70噸。
- **2018年為大麻二酚元年，下一個潛力明星產品：**美國FDA在6/25/2018通過由英國藥廠GW pharma所研發的Epidiolex(Cannabidiol, CBD)上市許可，其化合物為史上第一個萃取自大麻的藥物，開啟了大麻衍生藥物療法的新紀元。旭富以化學合成方式供應大麻二酚(CBD)關鍵中間體，目前CBD中間體有三個客戶，1H18來自CBD營收貢獻6,300萬，出貨約1,300公斤，主要是銷售給一個區域型客戶，用途可能包括Dronabinol、食品或其他臨床試驗。2018年訂單是兩項中間體各1噸，預估2H18仍將出貨一批次，營收貢獻與1H18相當。預估2019年下單量為各2噸，因CBD毛利率較關節炎更高，管理層預計將與主要客戶簽訂長期供貨合約。另外，開發英國新客戶為一CMO代工廠，目前供應樣品給客戶進行原料藥生產，該客戶預計9/2018將執行第一個連續性批次生產，由於生產Duration較長，為確保CBD原料供貨無虞，預估2019年中間體需求量各約10~12噸，惟雙方仍因價格因素尚未正式簽約；另一客戶則為美國管制藥前三大的藥廠。旭富預計2019年最少準備各10噸的CBD中間體產能。
- **多項新產品帶動，上修2018年獲利：**其他產品方面，青光眼API(Brinzolamide)，因日本專利於6/2018到期，出貨日本學名藥廠帶動1H18營收貢獻3,200萬，躍升為前7大品項。由於歐洲客戶於8/2018取得複方藥證，預計1Q19開始上市，將於2H18向旭富拉貨，該品項每公斤售價高達2萬美元，推估2019年貢獻將超過1億元。PGA穩定出貨，VA客戶訂單回流，抗憂鬱持續增長。考量2Q18獲利優於預期，且關節炎及大麻二酚出貨提升，日盛上修旭富2018年稅後淨利至4.25億元(YoY+123%)，稅後EPS 5.35元(原估3.5元)，上修目標價至90元。(2019年EPS 6.02元*PER 15倍)。

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	1,919	2,031	426	530	532	431	498	528
營業毛利	744	846	132	235	210	167	204	234
營業利益	498	602	80	157	146	114	150	161
稅後純益	425	479	61	149	120	95	117	127
稅後 EPS(元)	5.35	6.03	0.77	1.88	1.51	1.20	1.48	1.60
毛利率(%)	38.77	41.68	30.95	44.23	39.51	38.88	40.88	44.32
營業利益率(%)	25.94	29.64	18.87	29.67	27.38	26.53	30.21	30.55
稅後純益率(%)	22.18	23.59	14.32	28.12	22.61	22.09	23.56	24.14
營業收入 YoY/QoQ(%)	47.46	5.84	27.75	24.62	0.29	-19.08	15.7	5.93
營業利益 YoY/QoQ(%)	112.16	20.96	12.21	95.88	-7.43	-21.6	31.76	7.11
稅後純益 YoY/QoQ(%)	122.79	12.6	2.96	144.68	-19.35	-20.92	23.37	8.53

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **旭富為國內中間體及原料藥供應商，產品採被動式開發：**

旭富成立於 1987 年，主要以生產特用化學品、中間體及原料藥為主。2017 年營收 13 億元(YoY-31.6%)，其中原料藥出貨佔比由 2016 年的 64%下滑至 58.9%，係因關節炎原料藥因印度廠 IPCA 遭美國 FDA 警告關閉相關生產線，旭富 2016 年接獲轉單，並透過瑞士貿易商間接供貨全球學名藥廠，惟客戶端因 Overbooking 情況嚴重，2017 年進行庫存去化，導致該品項營收衰退達 76%。截至 1H18，營收 9.6 億元(YoY+56%)，係因關節炎恢復拉貨、產品漲價及新產品出貨帶動，原料藥佔比回升至 66.4%，其餘營收則來自中間體 25.8%及特用化學品 7.8%。以區域別分析，外銷市場約 88%，其中歐洲 42%、美洲 29%、亞洲 16%(以日本、印度為主)、國內市場(以特化品為主)12%及其他 1%。

由於申請美國原料藥證(DMF)費用及每年維護成本較高，為避免開發出來的中間體及原料藥沒有市場潛在買家，旭富與國內同業不同，採取被動式開發，由藥廠直接委託研發(CRO)或生產(CMO)。若排除 2008 年因抗癲癇系列產品 DiVa 專利到期，旭富學名藥客戶因屬 P4 藥廠，市佔率快速提升；2015~2016 年因印度原料藥廠遭美國 FDA 關閉，故接獲轉單而獲利有較大提升外，營運多維持製藥產業平均成長。近年來，由於中國環保因素導致化工產品成本上漲，但因屬於全方面上漲，旭富關鍵中間體多自行合成，原料上漲的成本多數可轉嫁下游學名藥廠。

◆ **大麻衍生藥物療法的新紀元：**

美國 USFDA 在 6/25/2018 通過由英國藥廠 GW pharma 研發的 Epidiolex(Cannabidiol,CBD)上市許可，其化合物為史上第一個萃取自大麻的藥物，具有鎮定、安撫的效果，其適應症為兩項兒童罕見的嚴重癲癇疾病(Dravet 症候群、Lennox-Gastaut 症候群)，開啟了大麻衍生藥物療法的新紀元。根據研究機構預估，2022 年 Epidiolex 全球市場銷售將超過 12 億美金。

大麻為一種古老的栽培植物，藥理研究表明，大麻中的主要活性成分是大麻素類化合物(Cannabinoids)，目前已知天然大麻素有 70 幾種，其中四氫大麻酚(THC)、大麻二酚(CBD)是大麻中主要的精神活性化合物。不同於四氫大麻酚(THC)，大麻二酚(CBD)無毒物害，沒有精神副作用及成癮性，具有更高的藥用價值，研究證明 CBD 具有多種醫療用途，包括抗發炎、抗氧化和神經保護等(如阿茲海默、帕金森、多發性硬化症及中風)。目前，CBD 已在全美 50 個州合法使用，CBD 在經過提煉後製成各類 CBD 油保健品，包括膠囊、濃縮液等，也可根據消費者需求製成各種口味或濃度的 CBD 營養品，亦可出口到包括中國在內的 40 幾個國家。

就生物製藥行業來說，20 年前就批准了第一種大麻素藥物 Marinol(Dronabinol)，主要用於治療化療所引起的嘔吐，以及愛滋病引起的厭食症等，並有多項處方外使用(off-label use)到其他適應症，因含有 THC 處方受到嚴格控制(Schedule I Substance)。由於大麻內最具有療效的 7 個天然大麻素，包括 CBD、CBDA、CBD_C3、_C1、_C4、CBD_M 及 CBD_V 等，其中近期被美國 USFDA 批准的 Epidiolex 即屬於

CBD-V，GW pharma 另有大麻素 CBD_V 用於治療癲癇和自閉症的其他適應症仍在開發中。

◆ **CBD 來源可分為天然萃取及化學合成：**

由於部份國家尚未批准 CBD 用於藥物治療，在美國 USFDA 正式批准後，將可望使 CBD 用於醫藥的發展更加加速。根據《工業大麻商業雜誌》預測，2015 年美國 CBD 產品(大麻二酚)銷售 2.01 億美元，預估 2020 年市場規模將達 21 億美元，其中 4.5 億美元來自於工業大麻提取。(註:工業大麻指 THC 四氫大麻酚含量低於 0.3%的大麻)。

目前市場上 CBD 主要來源有二，其一，透過大麻二分含量較高的大麻，進行萃取與純化；其次，則為化學合成方式，Marinol(Dronabinol)即以人工方式合成 THC。旭富即以化學合成的方式，供應 CBD 的關鍵中間體 Menthadienol、Olivetol，由於各廠商製程不一，故今年旭富多開發了 Ethyl Olivetolate 等三項中間體，交由原料藥廠往下製成 THC/CBD。由於大麻植物萃取的成本，受天候因素以及各國家管制種植的法規標準不同，CBD 原料藥的單價每公斤高達 35,000 歐元，故對於管制種植的國家，合成取得 CBD 來源有其必要性。

◆ **預計 2019 年準備各 10 噸產能，供應 3 客戶使用：**

目前旭富大麻二酚(CBD)中間體有三個客戶，1H18 來自 CBD 營收貢獻 6,300 萬，出貨約 1,300 公斤，主要是銷售給一個區域型客戶，用途可能包括 Dronabinol、食品或其他臨床試驗。2018 年訂單是兩項中間體各 1 噸，預估 2H18 仍將出貨一批次，營收貢獻與 1H18 相當。預估 2019 年下單量為各 2 噸。因 CBD 毛利率較關節炎更高，管理層預計將與主要客戶簽訂長期供貨合約。

另外，開發英國新客戶為一 CMO 代工廠，目前供應樣品(2 噸+2.5 噸)給客戶進行原料藥生產，該客戶預計 9/2018 將執行第一個連續性生產，由於生產的 Duration 較長，為確保 CBD 原料供貨無虞，預估 2019 年中間體需求量各約 10~12 噸，惟目前雙方仍因價格因素尚未正式簽約；另一個客戶則為美國管制藥排名前三大的藥廠。

由於 USFDA 正式批准 CBD 用於藥品醫療，部份新客戶原先採購並非符合 GMP 生產規範的中間體，故轉單至旭富的機會增加。旭富預計 2019 年最少準備各 10 噸的中間體產能，由於合成步驟較長，未來將考慮前段 40%製程委外，進保留後段關鍵製程，以進一步提升產能。

◆ **前五大產品，2018 年展望樂觀：**

展望2018年，前五大產品線展望樂觀，各產品線成長趨勢分述如下：

(1) HOCLQ (Hydroxychloroquine Sulfate)為治療風濕性關節炎藥物之原料藥，原印度原料藥供應商IPCA於01/29/2016再次接獲美國FDA給予Warning Letters，恐永久無法復工。此外，旭富關節炎API於2016年透過瑞士中間商間接供貨全球Tier 1學名藥廠，並取得較佳的ASP(相較2015年提升約35%)，使

2016年關節炎API出貨超過70噸(2015年出貨約60噸)，營收貢獻約6.6億元(YoY+69.4%)，佔整體營收達35%。以製劑產值推算，旭富關節炎API市占率7~8成，在歷經2年供貨，客戶Overbooking情況嚴重，於2H16~2017年進行庫存調整，導致此品項營收僅1.62億元(YoY-76%)。

此產品目前有超過10個客戶，主要集中前4~5大客戶，出貨佔比超過9成，由於2大客戶已於2H17陸續恢復出貨，1Q18關節炎出貨約13~14公噸，2Q18出貨約23公噸，累積1H18出貨達37公噸，預估2H18出貨量與1H18相當，故日盛上修2018年關節炎出貨噸數由35噸至70噸，營收4.4億元(YoY+171%)。雖部份成長可能來自於客戶因應製劑轉場的提前備貨需求，然新區域、新客戶將使旭富維持高市佔率。此產品毛利率高達50%，但須支付權利金10%、佣金費用5%。

圖一、旭富主要成長產品線 **單位：百萬元**

產品組合	GM	2014	2015	2016	2017	2018(F)	17yoy	18yoy	附註
PGA 帕金森中間體	20%	261	310	242	120	210	-50%	75%	客戶製劑廠移轉，5/2017開始恢復出貨，目前每月穩定出貨。由於部分原料上漲，調整ASP約30%，成本完全轉嫁，預估市場規模2.4億元/年。
Duloxetine & S-MMAA (抗憂鬱系列)	近40%	39	69	101	181	253	79%	40%	歐洲客戶銷售佳，2018年預計申請美國藥證，成長來自既有客戶及新客戶。印度客戶因價格因素，並未轉單。面臨價格壓力，預估毛利率持平約40%。
HOCLQ Sulfate 關節炎API	GM=50% 佣金5% 權利金10%	19	390	665	162	440	-76%	171%	有約10個客戶，下單集中前4~5大客戶，2H17有2個客戶恢復下單，其餘客戶待庫存消化後會持進貨。1H18出貨超標達37公噸，2H18訂單與1H18相當，上修全年出貨噸數由35噸至70噸。
VA Series 抗癲癇	40%	327	330	258	162	285	-37%	76%	客戶受印度藥廠競爭，量減但價格維持。原廠亞培正進行供應商變更程序(原料藥)。終端市場應用增加。
pent-2/ PEB.Na 鎮定安眠用	50%	102	81	128	113	127	-11%	12%	管制用藥，穩定
Loxoprofen Na 抗發炎API	10%	130	135	76	122	65	60%	-47%	日本法規面因素，日廠供應商成本低於旭富，產品不具價格優勢
5-HMT/5-wing HIV藥物中間體	20%	69	83	99	81	70	-18%	-14%	客戶2018並未取得大型標案
S20/38 新藥中間體	>50%	123	73	0	0	0	N.A.	N.A.	無出貨規劃
新產品 阿茲海默症	>50%	0	0	0	20	40	N.A.	100%	CNS藥物，客戶臨床三期未達統計顯著差異，2Q18將申請extension trial執行約半年，最快2019年取證。預估2018年仍將出貨1~2批次
新產品 青光眼 Brinzolamide	>50%			20	20	70	N.A.	250%	日本專利6/2018到期，歐洲複方產品預計1Q19上市。
大麻二酚 CBO	>60%					100	N.A.	N.A.	美國USFDA通過Epidiolex上市許可，開啟了大麻衍生藥物療法的新紀元。目前CBD擁有三個客戶，2018年主要營收貢獻來自其中一個客戶。
Total		1,071	1,471	1,569	962	1,660	-39%	72%	

說明：紅底表示上修。資料來源：旭富、日盛投顧彙整

(2) VA為治療癲癇系列藥物，原廠專利於2009年到期後，旭富出貨逐年提升至2012年高峰。然因學名藥上市多年，旭富最大客戶Mylan面臨市場同業競爭，客戶市佔率降低，價格壓力則較小，合計2017年VA系列藥物出貨約1.62億元(YoY-37%)。VA系列產品，1Q18出貨約100噸(2017年出貨138噸)，營收貢獻1.1億元，占比約26%，優於預估，係因3年前歐洲(Valproic Acid與Sodium Valproate)、日本(Valproic Acid)兩大API供應商退出市場，客戶預先進行3~4

年備貨，研判庫存已消化尾聲。此外，半鈉(Divalproex Sodium)過去市場集中於美國，2009年專利到期後，因為單價較低，每噸約30~40美金，故市場保險給付率高，歐亞地區陸續開發成其他配方，管理層預估2018年將出貨250噸~300噸。預估2018年VA系列營收至2.85億元(YoY+76%)，此產品毛利率40%。

(3) Duloxetine為禮來藥廠(Eli Lilly)抗憂鬱藥品千憂解Cymbalta®之原料藥，美歐專利分別於2013年、2014年到期，旭富原與原廠合作，但並未順利出貨。專利到期後，旭富已轉為供應全球10間學名藥廠。由於千憂解為全球暢銷藥物，專利到期前美國、全球年銷售額分別為40億美元、60億美元，旭富在此產品申請較多專利，並也供應其中間體原料S-MMAA。

專利到期後，已有數十家學名藥廠取得生產許可蠶食原廠市場。旭富原與首批取得上市許可的印度學名藥廠Lupin進行主要原料藥供應商變更(Major Change)，但最終因價格因素，Lupin並未給予量產訂單。2017年營收貢獻1.81億元(YoY+79%)，為成長最高的產品線，成長主要來自既有歐洲客戶(西班牙客戶佔出貨比重達80%)及新客戶，預估2018年中間體及原料藥合計出貨約2.5億元(YoY+40%)，隨出貨量逐漸放大，將面對降價壓力，此產品毛利率近40%。

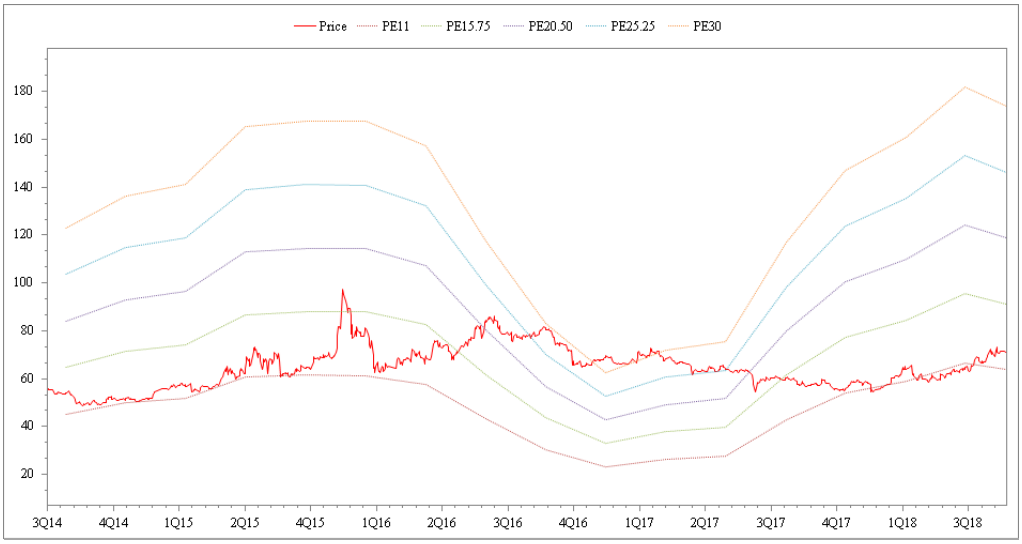
(4) PGA為帕金森氏症藥物Madopar®中間體，旭富每月穩定供貨給原廠羅氏藥廠，隨2013年擴充產線後，旭富PGA年產能達70公噸。因客戶端3Q16進行產線整修，故2015年已提前備貨，總計出貨約80噸，營收貢獻3.1億元(YoY+18.9%)，07/2016每月拉貨約3,000萬元，高於以往水準，至08/2016即停止出貨，使2016年PGA營收2.45億元(YoY-21.2%)，因原廠產線整修復工時間遞延，故直到5/2017才恢復出貨，2017年營收貢獻1.2億元(YoY-50%)，然目前每月出貨漸趨穩定。因中國環保因素，部分原料倍數上漲，此產品2018年將調漲出貨單價(ASP)約30%，可完全反映成本上漲，預估2018年出貨逐漸穩定，營收貢獻2.1億元(YoY+75%)。此產品GM約20%。

(5) 青光眼API(Brinzolamide)，因日本專利於6/2018到期，出貨日本學名藥廠帶動1H18營收貢獻3,200萬，躍升為前7大品項。由於歐洲客戶於8/2018取得複方藥證，預計1Q19開始上市，將於2H18向旭富拉貨，該品項每公斤售價高達2萬美元，推估2019年貢獻將超過1億元。

◆ **多項新產品帶動，上修 2018 年獲利：**

考量2Q18獲利優於預期，且關節炎及大麻二酚出貨提升，日盛上修旭富2018年稅後淨利至4.25億元(YoY+123%)，稅後EPS 5.35元(原估3.5元)，上修目標價至90元。(2019年EPS 6.02元*PER 15倍)。

PE Band



資料來源：CMoney，JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖

近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180903	買進	90.0
20180504	買進	77.0
20180129	買進	70.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	1,301	1,919	2,031	284	355	333	426	530	532	431	498	528
營業毛利	396	744	846	86	98	110	132	235	210	167	204	234
營業費用	161	246	244	36	51	39	51	77	64	53	53	73
營業利益	235	498	602	50	47	72	80	157	146	114	150	161
營業外收支	0	22	-3	3	1	0	-7	26	1	2	-7	2
稅前純益	235	520	599	53	48	71	73	184	147	116	143	163
稅後純益	191	425	479	40	41	59	61	149	120	95	117	127
最新股本	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795
稅後 EPS(元)	2.40	5.35	6.03	0.50	0.51	0.74	0.77	1.88	1.51	1.20	1.48	1.60
經營效率(%)												
毛利率	30.41	38.77	41.68	30.37	27.63	33.15	30.95	44.23	39.51	38.88	40.88	44.32
營業利益率	18.03	25.94	29.64	17.66	13.3	21.49	18.87	29.67	27.38	26.53	30.21	30.55
稅前純益率	18.04	27.08	29.52	18.58	13.51	21.4	17.21	34.62	27.57	26.94	28.73	30.94
稅後純益率	14.68	22.18	23.59	13.97	11.45	17.77	14.32	28.12	22.61	22.09	23.56	24.14
YoY(%)												
營收	-31.64	47.46	5.84	-45.6	-25.52	28.97	29.55	86.59	49.84	29.21	17.02	-0.53
營業利益	-54.59	112.16	20.96	-69.11	-62.36	128.49	22.61	213.41	208.55	59.53	87.32	2.43
稅前純益	-53.57	121.31	15.35	-67.45	-57.82	76.18	16.86	247.76	205.7	62.69	95.31	-11.09
稅後純益	-54.2	122.79	12.6	-69.79	-56.95	73.54	18.58	275.44	195.86	60.67	92.51	-14.61
QoQ(%)												
營收				-13.48	24.9	-6.16	27.75	24.62	0.29	-19.08	15.7	5.93
營業利益				-23.37	-5.97	51.64	12.21	95.88	-7.43	-21.6	31.76	7.11
稅前純益				-15.77	-9.14	48.59	2.76	150.64	-20.13	-20.92	23.37	14.09
稅後純益				-22.72	2.34	45.62	2.96	144.68	-19.35	-20.92	23.37	8.53

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
流動資產	1,623	1,339	1,680
現金及約當現金	327	256	375
公允價值衡量金融資產	538	415	430
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	498	483	472
非流動資產	1,927	1,957	1,958
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,762	1,786	1,761
無形資產	0	1	46
資產總計	3,550	3,296	3,638
流動負債	455	343	646
短期借款	--	--	--
非流動負債	24	23	23
負債總計	479	366	669
股本	795	795	795
普通股股本	795	795	795
資本公積	1,348	1,348	1,348
保留盈餘	937	794	835
庫藏股票	--	--	--
股東權益	3,071	2,930	2,970
每股淨值(元)	38.64	36.86	37.36
流動比率(%)	356.38	390.35	260.1
速動比率(%)	245.91	249.57	187.09
應收帳款週轉率(%)	8.86	6.02	1.64
負債比率(%)	13.5	11.1	18.38
稅後股東權益報酬率(%)	14.3	6.37	5

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	506	235	257
折舊及攤提費用	132	127	65
利息費用	2	0	0
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	1	1	--
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-85	79	-213
存貨增減	56	16	11
應付帳款增減	-9	-23	54
營業活動現金流量	502	282	204
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-112	-107	-43
處分不動產、廠房及設備	1	0	0
投資活動現金流量	-241	-19	-85
短期借款增減	0	0	0
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-304	-333	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-304	-333	0
淨現金流量	-43	-71	119

資料來源：CMoney · JS 預估

免責聲明	本研究報告僅供本公司特定客戶參考。 客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。 本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。 非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股