

Fubon Research

2014年3月28日

華立 (3010 TT)

各產品線市占率提升 後市可期

增加持股

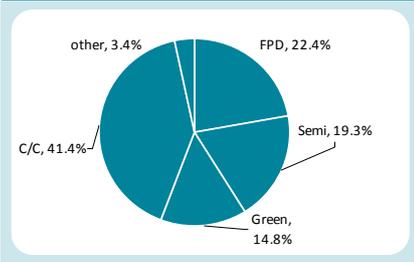
承銷價	目標價
NT\$59.10	NT\$72.00
<ul style="list-style-type: none"> ○ 訪談摘要 ○ 公司動態 ○ 營運檢視 	<ul style="list-style-type: none"> ● 初次評論 ○ 獲利調整 ○ 評等調整
流通在外股數(百萬)	231.0
市值(百萬台幣)	13,510.0
市值(百萬美元)	441
外資持股率(%)	18.35
投信持股率(%)	0.06
董監持股率(%)	12.76
52週高價(元)	58.40
52週低價(元)	39.35

初評給予增加持股的投資評等

富邦初次報導華立，給予增加持股的投資評等，參考公司本益比(P/E)歷史區間 5.0~12.5 倍，根據 FY14-15 預估每股盈餘(5.54 元、6.48 元)均值的 12 倍，設定目標價 72 元。受惠於國內晶圓代工大廠業績持續暢旺，陸系面板與太陽能廠出貨強勁，華立半導體、平面顯示器與綠能三大產品線市占節節上升，公司中長期的成長動能無虞。業績主要的成長動能來自研磨劑、光阻、時序控制晶片、太陽能晶圓材料、銀鋁漿等產品。在各產品線需求增溫的加持下，推估公司 FY14-15 營收年增率分別為 11.8%、6.9%。

大尺寸面板時序控制晶片市占擴增

日商川崎微電子(Kawasaki)為全球首屈一指的大尺寸面板、高性能控制晶片的製造廠商，華立獨家代理川崎的產品。去年平面顯示器產品線的營收達 76 億元，年增 28%。由於公司順利切入陸系大尺寸面板供應鍊，今年可望較去年成長 10~15%。

FY14F 產品營收比重


資料來源：富邦投顧

深耕先進半導體晶圓製程市場，光阻、研磨劑材料產品線告捷

由於公司代理日商 JSR 光阻通過國內先進製程晶圓代工大廠的品質驗證，有助於華立上半年搶攻光阻、研磨劑材料的市場。公司半導體產品線去年營收 60 億元，年增 15%。在光阻、研磨劑需求增溫的帶動下，今年業績表現可望再上一層樓，年增幅度上看 20%。

綠能（包括 LED 與太陽能）產品線展望靚

去年太陽能與 LED 產品線的營收為 45 億元，年增 9%，今年業績看旺，年增率上看 24%。推估綠能產品線今年的營收為 56 億元，營收貢獻比重將自去年的 13.1%，上升至 14.8%。太陽能多晶矽材料（製造商保利協鑫能源）、銀鋁漿（製造商碩禾電子材料）、太陽能電池模組與 LED 導線架材料等綠能產品的營收比重為 70%。

過去 5 年維持高現金股利發放的政策

華立近 5 年維持 55% 以上的獲利發放現金股利。FY13 每股盈餘 5.01 元，派息率 60%，現金股利 3 元。富邦預估公司 FY14 每股盈餘 5.54 元，派息率 60%，殖利率上看 5.7%。華立坐擁長期績優、產品線貢獻穩定與高現金股利等利多題材，我們建議投資人擇優布局，進場加碼。

主要財務報表分析

至 12 月 31 日

百萬台幣	FY13F	FY14F	FY15F
營收淨額	34,398	38,457	41,122
營業利益	997	1,341	1,572
EBITDA	1,701	1,934	1,955
稅後淨利	1,159	1,282	1,500
每股淨利 (NT\$)	5.00	5.54	6.48
每股帳面價值 (NT\$)	39.93	41.43	44.05
每股現金股利 (NT\$)	3.00	3.32	3.89
本益比 (x)	11.7	10.5	9.0
本淨比 (x)	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	9.8	8.4	8.1
現金股利殖利率 (%)	5.1	5.7	6.7
淨值報酬率 (%)	13.0	13.6	15.2
資本報酬率 (%)	15.2	16.6	18.1

資料來源：富邦投顧

 吳岳璋
 (886-2) 6606-6086
 dany.wu@fubon.com

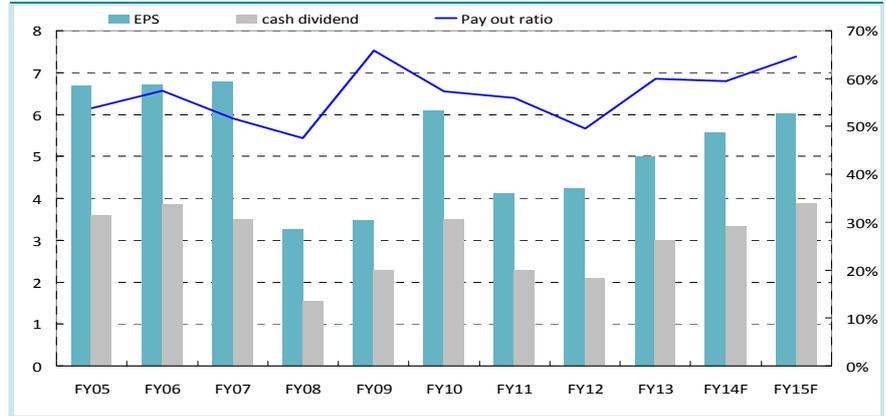
 彭國維
 (886-2) 6606-6687
 Carlos.peng@fubon.com

 莊雅婷
 (886-2) 6600-5351
 yvonne.chuang@fubon.com

評價

富邦初次報導華立，給予增加持股的投資評等，參考公司本益比(P/E)歷史區間 5.0~12.5 倍，根據 FY14-15 預估每股盈餘(5.54 元、6.48 元)均值的 12 倍，設定目標價 72 元。考量公司 FY14-15 展望佳，半導體、平面顯示器與綠能電三大產品線業績前景亮麗，成本結構改善，拉升股東權益報酬率(ROE)，我們認為華立合理的本益比估價區間 11~13 倍。

圖表 1：華立派息率、每股盈餘趨勢



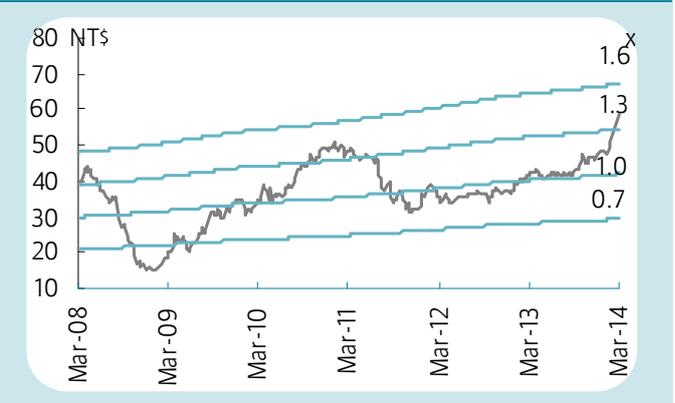
資料來源：富邦投顧

圖表 2：本益比區間圖



資料來源：富邦投顧

圖表 3：本淨比區間圖



資料來源：富邦投顧

圖表 4：富邦半導體材料通路產業核心持股評價表

公司	股票代碼	市值 (百萬美金)	評等	股價 (元)	目標價 (元)	EPS(元)		PE (x)		PB (x)		ROE		殖利率	
						FY14F	FY15F	FY14F	FY15F	FY14F	FY15F	FY14F	FY15F	FY14F	FY15F
華立	3010 TT	448	增加持股	59.1	72	5.54	6.48	10.5	9.0	1.4	1.3	13.6%	15.2%	5.7%	6.7%
崇越	5434 TT	299	增加持股	59.3	56	6.17	5.8	7.9	10.2	1.2	1.7	20.6%	18%	7.3%	N.A
大聯大	3702 TT	1,996	未評等	36.8	N.A	3.2	3.6	11.4	10.3	1.5	1.4	13%	14%	9%	9%
豐藝	6189 TT	205	未評等	34.9	N.A	3.4	3.5	10.3	10.0	N.A	N.A	N.A	18%	8%	8%
文晔	3036 TT	431	未評等	39.0	N.A	4.4	4.7	8.9	8.2	1.1	1.0	12%	12%	8%	8%

Source: Bloomberg

大尺寸面板時序控制晶片市占報捷

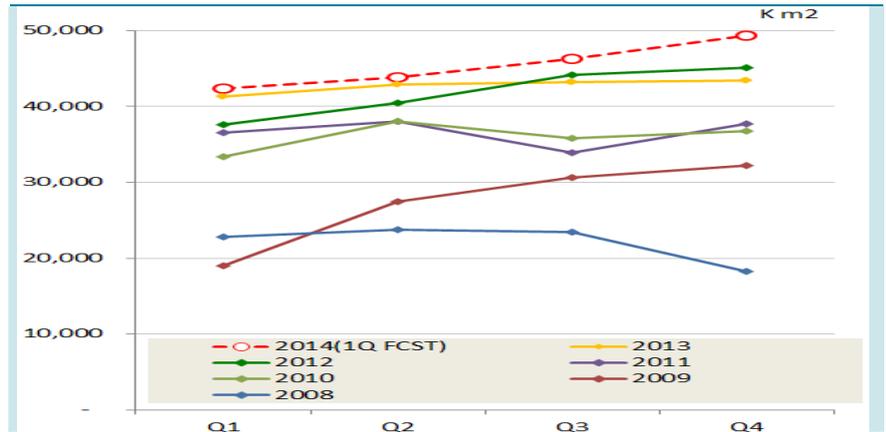
根據我們產業查訪的結果發現，華立今年已順利切入陸系京東方光電、華星光電等面板大廠的供應鏈。平面顯示器產品線去年營收貢獻比重 22.2%，今年營收的年增率推估 11%，營收比重同步上升至 22.5%。圖表 4：全球 2004-14F 各年大尺寸面板玻璃投入面積變化所示，FY14 年增率 6.4%，陸系 8.5 代新廠需求將為全球大尺寸面板市場的主要成長動力，富邦預估陸系面板廠對華立的營收貢獻將去年成長 11%。

圖表 5：2004-14 各年全球大尺寸面板玻璃投入面積變化



資料來源：WitsView、富邦投顧

圖表 6：2008-20114F 各季全球大尺寸面板玻璃投入面積變化



資料來源：WitsView、富邦投顧

圖表 7：陸系 8.5 代新廠投產時間表

單位:千

面板廠商	地點	玻璃基板尺寸	產線世代	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
				京東方光電	合肥	2200 x 2500	8.5		5	15	30	60
京東方光電	重慶	2200 x 2500	8.5							15	40	80
熊貓	南京	2200 x 2500	8.5						15	30	40	40
樂金	廣州	2200 x 2500	8.5		5	15	30	70	70	70	70	70
華星光電	深圳	2200 x 2500	8.5							15	30	45
三星	蘇州	2200 x 2500	8.5	17	17	30	55	55	55	55	55	110

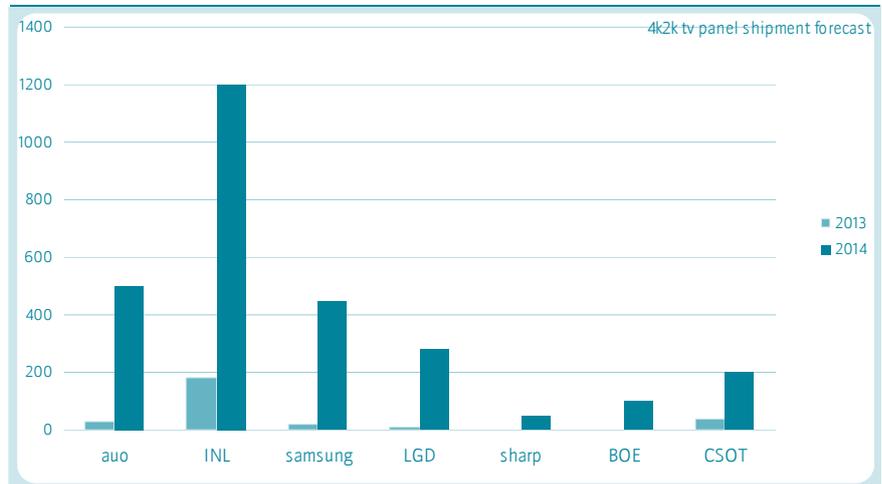
資料來源：富邦投顧

時序控制晶片技術領先、陸系面板廠需求暢旺加持下，華立、日商川崎微電子合作關係增溫

日商川崎微電子為全球首屈一指的大尺寸面板、高性能控制晶片的製造廠商，產品採用美國國家半導體(National Semiconductor)授權的點對點差動訊號傳輸術(point-to-point differential signaling, PPDS)。對全球大尺寸面板廠商而言，川崎的時序控制晶片的技術支援 10 位元的彩色影像傳輸，有助提升成本效益。面臨競爭日趨白熱化，液晶顯示與電視面板廠競相推出提高產品性能/價格的同時，必須控制相對的生產成本。川崎的控制晶片能大幅提升顯示器與面板的動態影像效能，並有效減少移動假影所導致的影像模糊與顫動現象，進而降低生產成本。

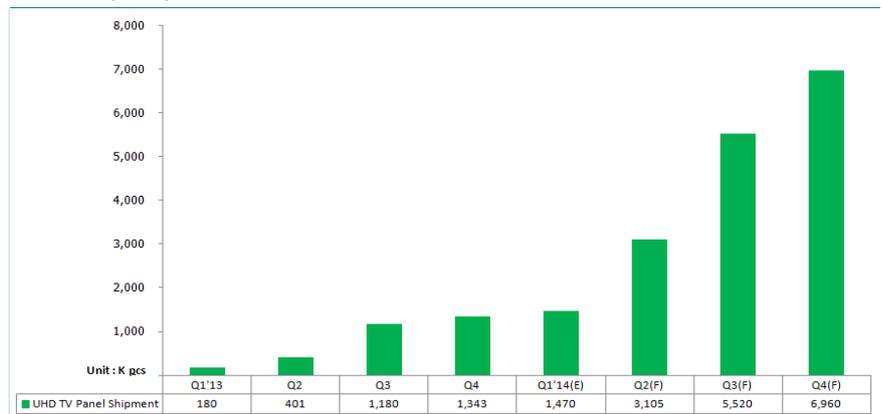
由於液晶電視面板廠商開創色彩更鮮豔、圖像更清晰、畫質更精細的繽紛新視界，搭上這股熱潮順風車，高性能時序控制晶片需求將迅速攀升。川崎微電子在大尺寸顯示器晶片的市場領導地位穩固，華立與川崎的合作關係密切良好，能針對客戶大尺寸面板的不同需求，設計並及時提供高性能的時序控制晶片。除了身為川崎產品的獨家代理通路商，華立的专业研發能力亦提高競爭者的進入障礙。

圖表 8：全球領先廠商對 4K2K TV 面板市場的預估一覽表



資料來源：富邦投顧

圖表 9：1Q13-4Q14F 各季全球 4K2K TV 面板市場變化

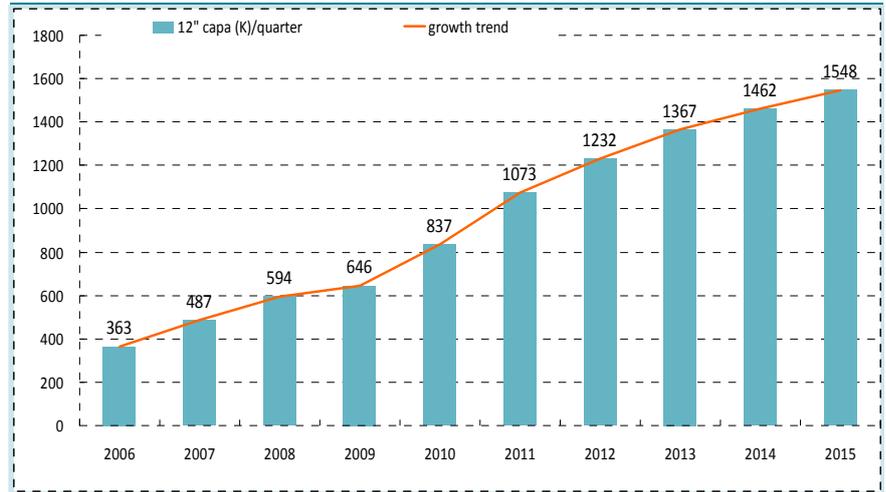


資料來源：WitsView、富邦投顧

光罩、研磨劑需求暢旺，挹注成長動能

在研磨劑與光阻銷售夯的帶動下，預估華立的半導體產品線今年營收較去年成長 21%，半導體產品線的營收貢獻比重將自 FY13 年 17.6% 上揚至 19.3%。受惠於晶圓代工雙雄台積電(2330 TT)與聯電(2303 TT)紛紛加速先進製程投產，耗材供應商華立今年營運雨露均霑，先進製程材料需求將持續增溫，公司中長期的成長動能無虞。此外，華立客製化的營運模式，能同時有效降低庫存與拉升產品平均售價，加上營運風險低，可望搶搭半導體先進製程熱潮，進一步衝刺業績，後市看漲。

圖表 10：2006-15F 每年台灣 12 吋晶圓產能變化



資料來源：Gartner、富邦投顧

光阻業績展望觀

預估 JSR 的高階光阻將挹注新動能，帶動華立公司今年光阻產品線營收增長，半導體整體業績年增幅度上看 21%。國際研究暨顧問機構 Gartner 預估的高階晶圓與晶圓代工雙雄的擴產計畫大致吻合，台灣半導體 FY14-15 年 12 吋晶圓產能分別季增 1,462,000 片與 1,548,000 片。根據台灣晶圓代工廠先進製程投產的位元成長率預估值，假設新高階產能的產能應用率 75%、JSR 在台灣光罩的市占 20%，富邦的光罩市場規模分析詳見如下：

圖表 11：光罩市場規模分析

光罩	報廢率	非製造製程的使用比率	產能應用率	光罩層數
46	95%	6%	75%	46
使用量 (cc)	通用型可程式陣列邏輯(cc)	鉻(Cr)平均售價	非化學增幅型光阻平均售價	市占
1.5~2.2	3,785	3.0x of 8-inch	1.3x of 8-inch	20%

資料來源：富邦投顧

高階製程帶動微影、化學機械研磨(CMP)製程、光阻與研磨劑後市走俏

相較於 8 吋晶圓製程的耗材，12 吋晶圓製程所需的研磨劑的使用量為 1~1.2 倍之多，高階製程的光阻的平均售價甚至高達 3~9 倍以上。另外就單位使用量來看，一般 12 吋晶圓製程的研磨劑與光阻皆較高。相對於 8 吋晶圓製程的耗材使用量，28 奈米製程的光罩層使用量的增幅就高於 10%，40/60 奈米製程的每平方增幅高達 2.25 倍。以上的估計數據顯示半導體晶圓製程耗材使用量將隨著高階製程的投產，逐步攀升。除了高階製程中的使用量明顯增加，非製造流程使用的化學機械研磨耗材與光學設備使用的耗材也會增加，增幅在投產初期較明顯，新晶圓廠剛投產，新的設備需要大量的研磨劑與光阻。

圖表 12：光罩產品按製程技術一覽表

製程	28/20 奈米製程	40 奈米製程	>60 奈米製程
光罩層數	>45	~42 to 45	~40 to 43

資料來源：富邦投顧

圖表 13：光阻平均售價變化相對於主要 8 吋晶圓製程技術

光罩層	金屬銘膜			非金屬導電層	
	28/20 奈米製程	40 奈米製程	>60 奈米製程	28/20 奈米製程	40 奈米製程 >60n 奈米製程
平均售價 (x)	>5.0 倍	~4.0~6.0 倍	~4.0~5.0 倍	~3.0~ 5.0 倍	~3.0~5.0 倍

資料來源：富邦投顧

上圖表的預估數據顯示，半導體耗材通路商搭上台積電與聯電 12 吋晶圓先進製程高速列車，前景亮麗。全球智慧型手機晶片景氣看升，台積電與聯電積極布局 28/20nm 先進製程，搶攻智慧型晶片組與加速處理器市場大餅。

圖表 14：JSR 全球市占(按產品別)

產品	光阻	晶圓	靶材	外學耗材	特殊氣體
全球市占	20%	60%	20%	15~20%	15~20%
主要競爭廠商	日本信越化學工業、日本東京應化工業	三菱住友 (SUMCO)、樂金化學、美商休斯電子材料 (MEMC)	KFMC、住商電子 (Sumitronics)、Solar、美商 Honeywell	德國巴斯夫 (BASF)	美商 Air product、昭和電工(Showa)、德國巴斯夫(BASF)

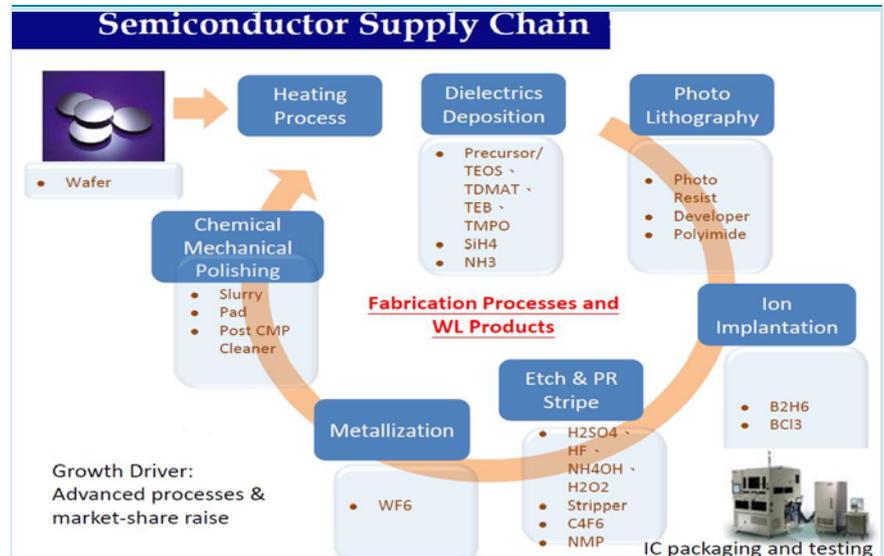
資料來源：富邦投顧

20 奈米製程光罩層數增幅上看 20%、28 奈米製程挹注 20 奈米製程成長動能
 富邦推估 20 奈米製程的光罩層數增幅達 15-20%，為華立長期營運啟動新一波成長引擎。一般而言，光阻約佔半導體晶圓耗材成本的 30%，光阻成本支出與光罩層數息息相關。另言之，光罩層數的增加推升光阻使用量與成本，進而挹注華立長期營收動能向上。同時，台積電的擴產動作馬不停蹄，三座新的超大型晶圓廠(Giga Fab) 跨入 20 奈米 16 奈米鰭式場效電晶體(FinFET)高階製程，進一步拉升使用光罩層數，光阻與其他高價半導體製程耗材使用量同步增長。看好未來兩年晶圓雙雄積極布局高階製程，華立雨露均霑，長期成長動能無虞。

華立半導體產品線簡介

公司預估光阻產品線營收年增率上看 30%，研磨劑年增率大幅上揚 60%。華立的半導體產品線，包括代理 JSR 的光阻與化學耗材，營收貢獻度分別為 40%、30%。華立亦代理 Dupont EKC 的光阻剝離液、高分子聚合物清洗溶劑及電子工業用化學原料。主要的客戶為台積電、聯電、茂德、力晶、華亞科(3474 TT)、Wind、南科 (2408 TT)與世界先進 (5347 TT)。

圖表 15：半導體產業上中下游一覽表



資料來源：公司、富邦投顧

圖表 16：華立資訊工程高機能塑膠(C/C)產品

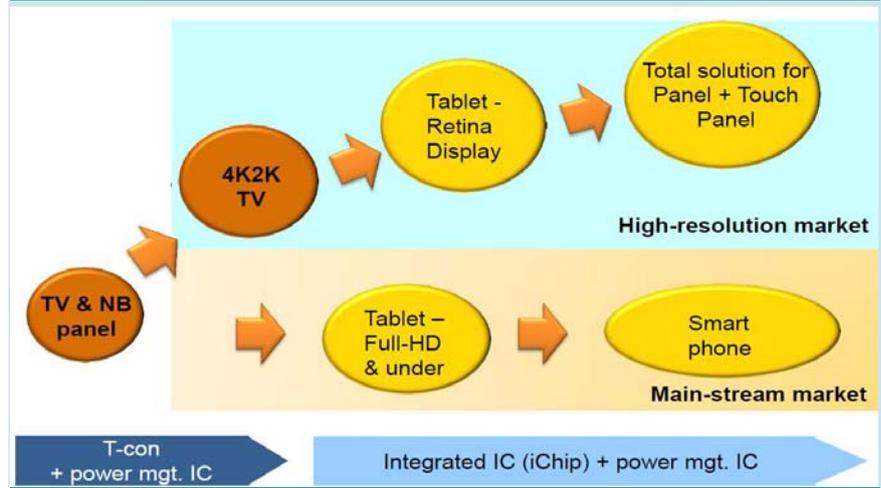


資料來源：公司、富邦投顧

華立平面顯示器產品線簡介

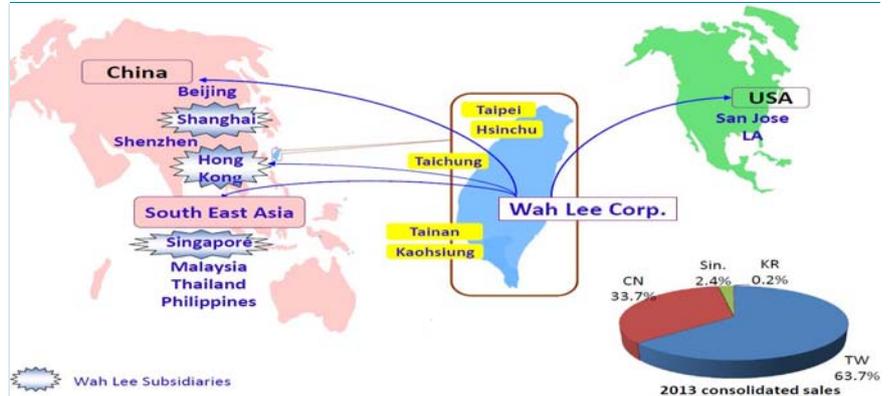
公司平面顯示器產品線涵蓋電源與時序管理晶片、顯示器驅動 IC、彩色光阻、液晶顯示器面板模組的導光板、擴散片、偏光板、觸控面板材料與液晶顯示器製造設備，其中時序管理晶片與彩色光阻的營收比重分別為 42%、20%。就產品應用層面來看，液晶顯示器面板的材料占比高達 90%，其中約 70% 材料應用在平板電腦與手機的顯示器。服務客層較廣，陸系廠商占比 25%，台灣廠商占比 75%，兩岸客戶包括友達 (2409 TT)、群創 (3481 TT)、瀚宇彩晶 (6116 TT)、京東方光電、華星光電、瑞儀光電 (6176 TT)、大億科技 (8107 TT)、台表科 (6278 TT)、中強光電 (5371 TT)、輔祥等公司。

圖表 17：平面顯示器產業發展趨勢



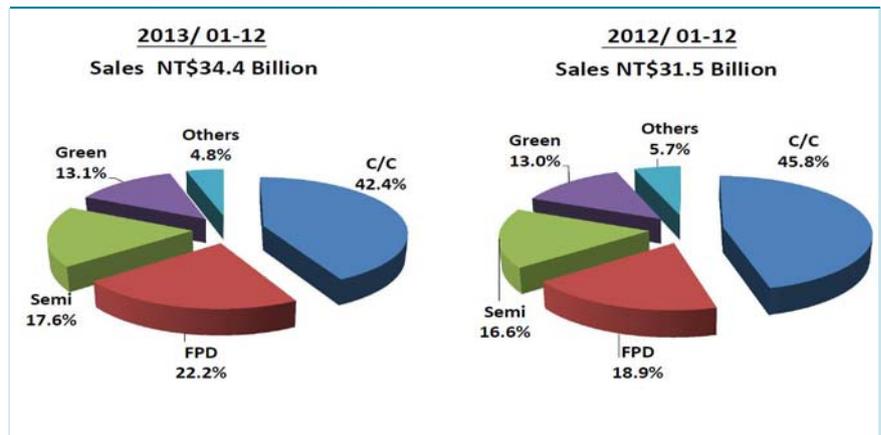
資料來源：公司、富邦投顧

圖表 18：華立全球佈局



資料來源：公司、富邦投顧

圖表 19：華立營收比重(按終端應用別)



資料來源：公司、富邦投顧

免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述之任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標，財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過 30%
增加持股	預估未來6個月內的絕對報酬介於 10-30%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於10%與負10%之間
降低持股	預估未來6個月內的絕對報酬介於負10-負30%
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負30%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差