

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
3010 TT 華立	持有 目標價 66	華立的首次投資評等為持有，受惠半導體及平面顯示器高階塑化原材料需求及新訂單遞增，1Q14淡季營收約略與4Q13持平，公司預期2Q~3Q14營收將可持續成長，2014年營收將可成長YoY+10%以上，以公司2014年稅後EPS及歷史平均PER區間10X~12X來評價(約為55~66元)，且目前現金殖利率約4.9%，故建議區間操作。

研究員 陳有裕
 waynechen@jsun.com

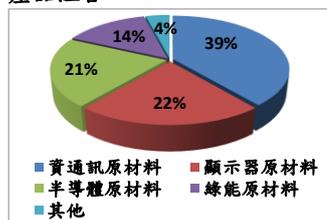
近期投資評等

04/21/2014	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(04/18/2014)	61.5
股本(百萬元)	2,314
總市值(億元)	142.3
每股淨值(元)	38.66
外資持股比(%)	21.14
投信持股比(%)	0.05
近20日均量(張)	1,079
融資餘額(04/18/2014)	2,336

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源: CMoney

單位:百萬元	2013	2014F	3Q13	4Q13	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
營業收入淨額	34,398	38,561	9,127	8,908	8,871	9,518	10,318	9,854
營業毛利	3,104	3,542	851	808	804	879	961	899
營業利益	1,019	1,350	289	253	263	336	404	347
稅後純益	1,159	1,281	313	300	289	286	377	329
稅後EPS(元)	5.01	5.53	1.35	1.30	1.25	1.24	1.63	1.42
毛利率(%)	9.02	9.19	9.32	9.07	9.06	9.23	9.31	9.12
營業利益率(%)	2.96	3.50	3.17	2.84	2.96	3.53	3.91	3.52
稅後純益率(%)	3.37	3.32	3.43	3.37	3.26	3.00	3.65	3.34
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.04	12.10	4.46	-2.40	-0.41	7.30	8.40	-4.50
營業利益 YoY/QoQ(%)	20.77	32.47	6.57	-12.56	3.90	27.94	20.19	-14.02
稅後純益 YoY/QoQ(%)	17.38	10.44	20.36	-4.16	-3.71	-0.98	31.78	-12.73

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

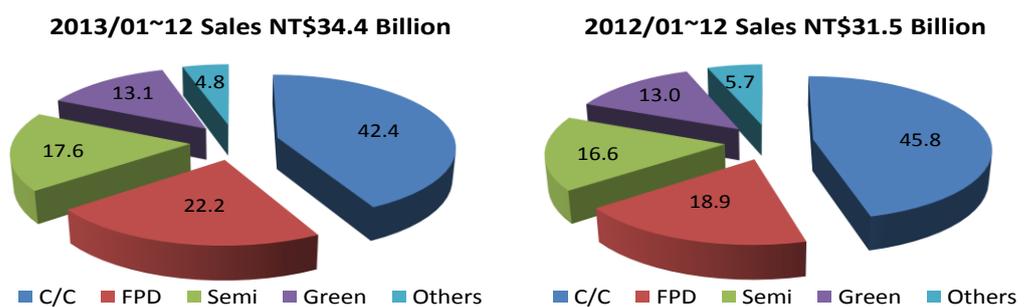
重點摘要

- ◆ 日盛預估華立2014年合併營收385.61億元(YoY+12.1%)，稅後盈餘12.81億元(YoY+10.4%)，稅後EPS 5.53元；2013年公告合併營收343.98億元(YoY+9%)，毛利率9% (2012年9.1%)，營業利益10.19億元(YoY+20.8%)，營益率3% (2012年2.7%)，稅後盈餘11.59億元(YoY+17.4%)，稅後EPS 5.01元，2013年應用別營收結構為：資通訊塑化原料及設備占42.4%、平面顯示器塑化原料/設備及面板相關IC占22.2%、半導體塑化原料占17.6%、太陽能/ LED /二次電池的塑化原料與設備以及太陽能模組與發電廠占13.1%、其他(空調冷媒/船舶塑化原材料及引擎/非電子產業應用的塑化原料等)占4.8%；2013年市場別營收結構為：台灣占63.7%、中國占33.7%、星加坡占2.4%、韓國占0.2%。
- ◆ 華立代理產品中以資通訊產品原材料及其他特殊應用化學品的毛利率最高(9%以上)，半導體原材料毛利率約在9%附近，平面顯示器及綠能相關原材料及設備較低(9%以下)，公司將持續引進高毛利率的新代理產品來優化產品組合，使2014年的毛利率將可維持在2013年的水準，受惠半導體及平面顯示器高階原材料需求及客戶增加，1Q14淡季營收與4Q13約略持平呈現淡季不淡，展望2Q14雖資通訊業受淡季效應及綠能客戶因太陽能雙反效應影響需求較弱，但半導體及平面顯示器高階原材料需求仍將遞增，使2Q14營收將可望成長約QoQ+7%，預期3Q14為資通訊/半導體/平面顯示器/綠能的原材料需求皆將受惠旺季效應而增加，將使3Q14營收持續成長約QoQ+7%以上，公司預期2014年營收將可成長YoY+10%以上，2014年管銷費用率也將隨營收成長而下降，雖然1Q14淨利將僅略高於1Q13淨利(因受人民幣貶值影響認列匯兌損失)，但華立預期2014年的業外收益將僅略低於2013年水準(因轉投資收益達4億元以上且有彈性投資處分利益)，使2014年淨利可成長約YoY+10%，2014年計畫配發3元現金股利。

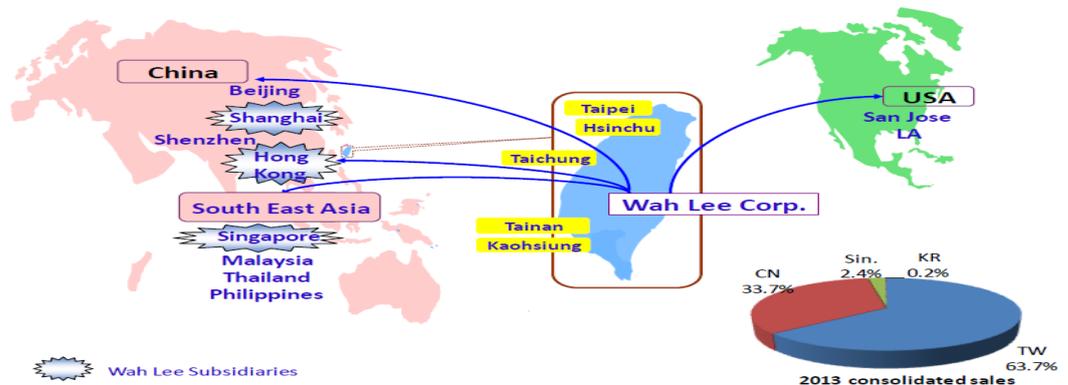
華立為台灣資通訊/LCD/IC/綠能應用的塑化原材料通路領導廠商

華立為台灣半導體通路領導廠商，目前代理產品主要有資訊/通訊、半導體、FPD平面顯示器、PCB/MB與綠能光電等產業所應用的化學原物料及高機能塑膠，半導體應用主要代理JSR的光阻液、研磨液，Dupont-EKC的去光阻液，大洋新技的製程用化學品等，客戶包括台灣晶圓代工廠如2330 TT 台積電、2303 TT 聯電以及DRAM廠等；資訊/通訊相關產品應用主要以機殼、連接器、光碟機材料、電子構裝零件等為主，主要代理產品為GE工程塑膠、JSR、住友化學、三菱等，客戶包括2317 TT 鴻海、2392 TT 正崙、2308 TT 台達電、3406 TT 玉晶光等；PCB/MB應用則是代理W.L. Gore & Associated、華旭科技、台灣松電工、Asahi Kasei、Tokyo Juki等廠商的乾膜光阻劑、氟素基板材、銅箔基板、電鍍槽、鑽孔機等PCB/MB製程設備與相關耗材，客戶包括2357 TT 華碩、2376 TT 技嘉、2313 TT 華通、4958 TT F-臻鼎、3037 TT 欣興等；FPD應用主要代理日商住友之玻璃基板清洗劑、製程化學品、導光板、擴散板、液晶面板封止機、彩色濾光片製程設備及LCD面板IC(如Megachips)等，客戶包括2409 TT 友達、3481 TT 群創、京東方等；華立在太陽能電池模組主要代理日本三井之EVA與美國Madico之back sheet，並取得大陸多晶矽龍頭廠徐州中能所屬保利協鑫能源太陽能矽晶圓在台代理，客戶包括3514 TT 昱晶、元晶、太極等；在磷酸鋰鐵電池佈局，主要供應正負極材料和隔離膜，並已取得中國公共巴士客戶的認證；此外公司正計畫進軍生化產業，正於日本生化原料相關供應商洽談製藥、生化、醫材、保健等產品代理業務，華立的台灣及中國電子業客戶相當分散，目前台積電為最大客戶營收佔比約僅5%。

圖一、華立營收結構簡介



Sales Offices 國際行銷據點



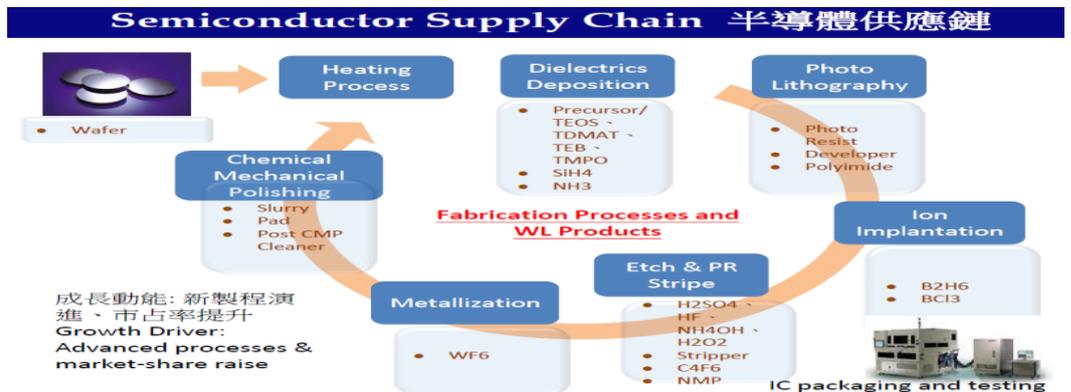
資料來源: 華立, 日盛投顧整理

日盛預估華立2014年合併營收385.61億元(YoY+12.1%)，稅後盈餘12.81億元(YoY+10.4%)，稅後EPS 5.53元；2013年公告合併營收343.98億元(YoY+9%)，毛利率9% (2012年9.1%)，營業利益10.19億元(YoY+20.8%)，營益率3%(2012年2.7%)，稅後盈餘11.59億元(YoY+17.4%)，稅後EPS 5.01元，2013年應用別營收結構為：資通訊塑化原料及設備佔42.4% (2012年佔45.8%)、平面顯示器塑化原料/設備及面板相關IC佔22.2% (2012年佔18.9%)、半導體塑化原料佔17.6% (2012年佔16.6%)、太陽能/LED/二次電池的塑化原料與設備以及太陽能模組與發電廠佔13.1% (2012年佔13%)、其他(工業空調冷媒/船舶遊艇塑化原材料及引擎/非電子產業應用的塑化原料等)佔4.8% (2012年佔5.7%)；2013年市場別營收結構為：台灣佔63.7%、中國佔33.7%、新加坡佔2.4%、韓國佔0.2%。

華立 2014 年營收將可成長 YoY+10%以上

華立代理產品中以資通訊產品塑化原材料及其他特殊應用化學品的毛利率最高(9%以上)，半導體原材料毛利率約在9%附近，平面顯示器及綠能相關塑化原材料及設備較低(9%以下)，因為產品應用領域十分分散，故公司以往毛利率多可維持穩定，公司將持續引進高毛利率的新代理產品來優化產品組合，使2014年的毛利率將可維持在2013年的水準以上，受惠半導體及平面顯示器高階塑化原材料需求及客戶增加，1Q14淡季營收與4Q13約略持平呈現淡季不淡，展望2Q14雖然資通訊業受淡季效應及綠能客戶受太陽能雙反效應影響需求較弱，但半導體及平面顯示器高階原材料需求仍將遞增，使2Q14營收將可望成長約QoQ+7%，預期3Q14為資通訊/半導體/平面顯示器/綠能的原材料需求皆將受惠旺季效應而增加，將使3Q14營收持續成長約QoQ+7%以上，公司預期2014年營收將可成長YoY+10%以上，2014年管銷費用率也將隨營收成長而下降，雖然1Q14淨利將僅略高於1Q13淨利，主因為受人民幣貶值影響認列一些匯兌損失(中國市場收入以人民幣計價為主，台灣市場收入及供應商進貨成本以美元計價為主)，但華立預期2014年的業外收益將僅略低於2013年水準，主因為轉投資收益(如：8070 TT 長華電材及長華塑膠等)將由2013年的3億元增加到2014年的4億元以上，且有彈性處分6405 TT 悅城的計畫，將使2014年淨利仍可成長約YoY+10%，此外2014年華立也計畫配發3元現金股利，目前現金殖利率約4.9%。

圖二、華立半導體應用代理產品簡介

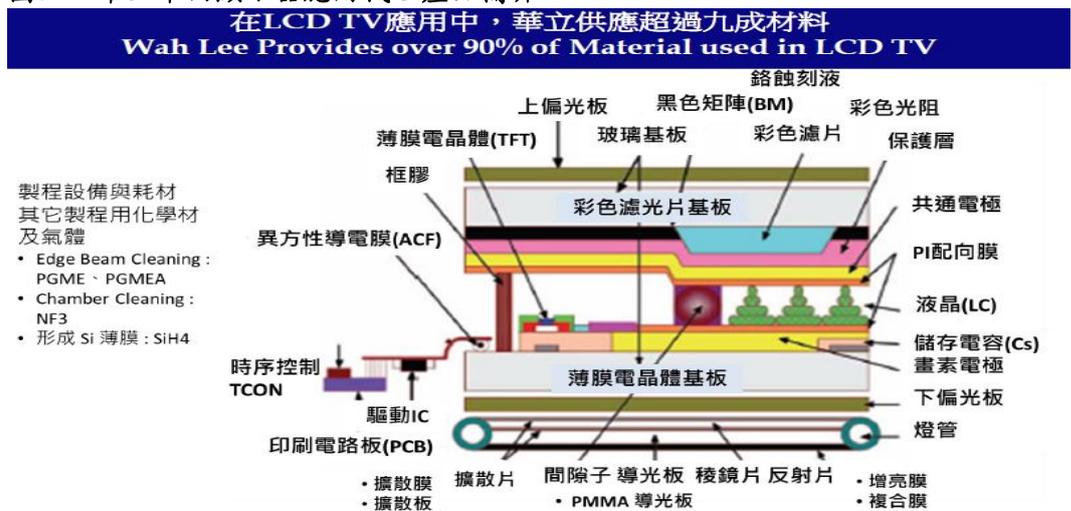


資料來源: 華立, 日盛投顧整理

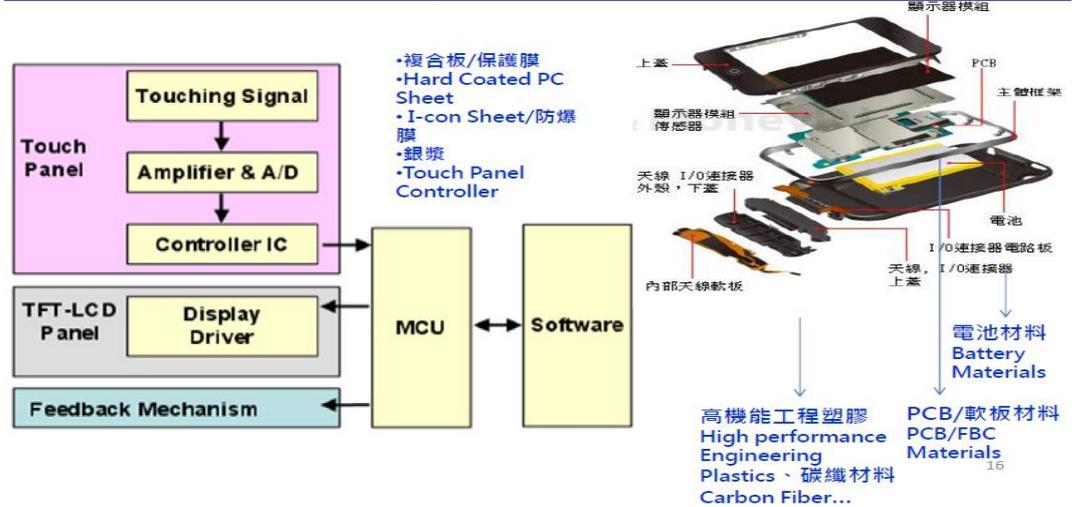
華立 2014 年半導體產品營收將可成長 YoY+20% 以上

華立目前的半導體應用代理產品營收中光阻液約佔45%~50%、IC製造化學液體約佔30%、IC化學氣體約佔5%、去光阻液約佔10%、研磨液約佔3%~5%、晶圓片石英載具約佔2%~3%，2013年半導體事業營收成長YoY+15%，2014年預期將成長YoY+20%以上，其中光阻液2014年成長YoY+30%以上(2013年為YoY+30%)，IC製造化學品2014年成長YoY+10% (2013年為YoY+15%)，光阻液及研磨液的毛利率高於IC製造的化學品，華立代理日本JSR光阻液已成為台積電20nm新製程的供應商之一(另一家5434 TT 崇越則代理日本信越光阻液)，半導體客戶包括台灣的晶圓代工及記憶體IC業者(華立預期2014年晶圓代工:記憶體營收占比約為55:45)，受惠台灣晶圓代工客戶中高階製程半導體材料需求將逐季遞增下，1Q14半導體原材料營收表現淡季不淡，公司預期2Q~3Q14半導體原材料營收也將呈現逐季遞增趨勢。

圖三、華立平面顯示器應用代理產品簡介



在平板與手機應用中，華立提供超過七成材料 Wah Lee Provides over 70% of material used in FPD and Cell Phone



資料來源: 華立, 日盛投顧整理

華立 2014 年平面顯示器產品營收將可成長 YoY+10% 以上

華立目前的平面顯示器應用代理產品營收中LCD timing controller約佔40%以上、LCD driver IC/PMIC約佔20%以上、LCD化學品約佔20%、偏光板約佔10%、LCD生產設備約佔5%~10%，2013年平面顯示器事業營收成長YoY+28%，2014年預期將成長YoY+10%以上，其中LCD timing controller 2014年成長YoY+10%以上(2013年為YoY+37%)，LCD driver IC/PMIC 2014年成長YoY+10%以上(2013年為YoY+10%)，目前TV應用約佔營收50%以上、PC應用約佔30%以上，手機及平板電腦約佔10%~20%，LCD塑化原材料及設備的毛利率高於LCD相關IC，2014年將推銷LCD整合型IC (timing controller + driver IC+PMIC)專攻大陸白牌平板電腦市場，受惠新客戶新訂單效應1Q14平面顯示器原材料營收表現淡季不淡，而2Q14受惠中國五一假期的備貨需求回溫平面顯示器原材料季營收將持續成長。

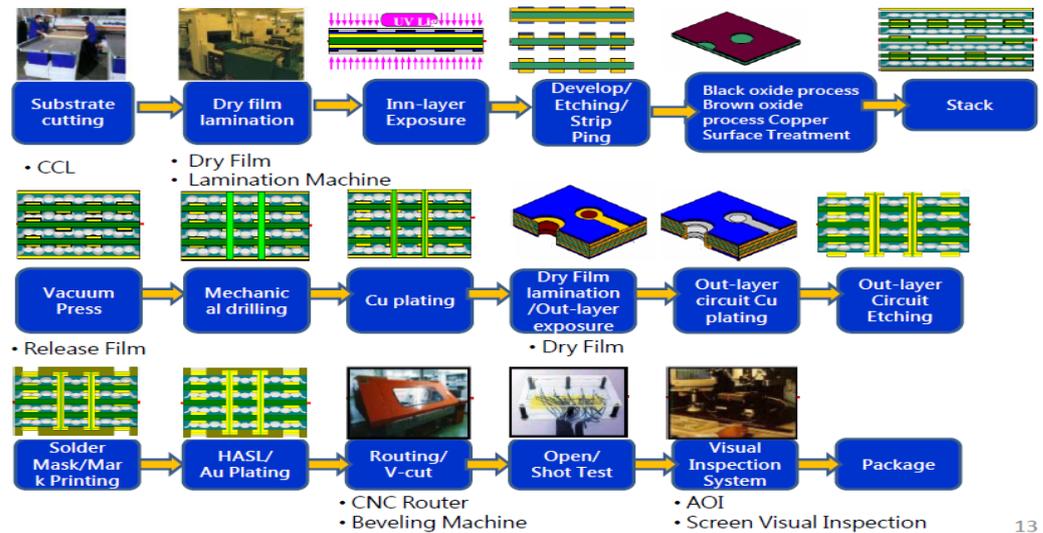
圖四、華立資訊/通訊應用代理產品簡介

Products in C/C 資訊通訊產品

- I. High Performance Engineering Plastics
 1. Case : Carbon Fiber、TORAY CFRP、PA
 2. Lens : OKP4、ARTON、Hard Coated Sheet
 3. Insulating Strip、Battery Label : PET FILM、PC FILM、PBT FILM
 4. Speaker : PET FILM
 5. Charge Station : Phenolic Moulding Compound
 6. Connector : LCP、PA9T
 7. Reflector : PA9T
 8. Transformer /PFC: Phenolic Moulding Compound
 9. Inverter Bobbin : LCP
- II. Others
 1. Hik@xy Thermal Interface Materials
 2. Camera Module Auto-focus Actuator

LCM
 PCB
 Main Frame
 Battery
 I/O Connector PCB
 I/O Connector
 Cover
 LCM Sensor
 Antenna I/O Connector
 Lower Case
 Antenna FPC
 Antenna, Upper Case
 Internal Structure
 Power Supply
 Heat Sink
 Speaker
 Fan
 HDD
 DVD-ROM
 Fan
 Wireless Network Card
 Speaker
 Processor
 Memory Socket

Products in PCB Industry PCB產業產品



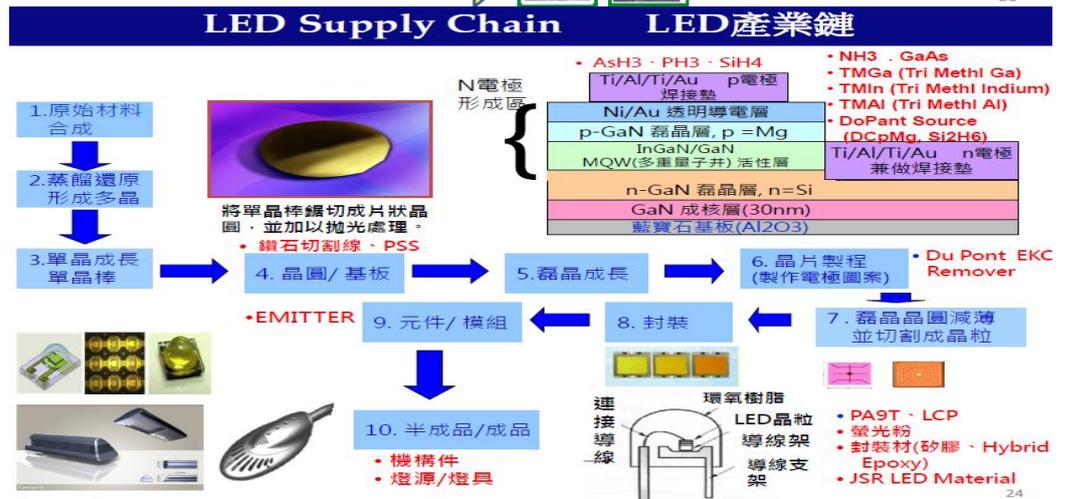
資料來源: 華立, 日盛投顧整理

13

華立 2014 年資通訊產品營收將可成長 YoY+5%~10%

華立目前的資訊通訊應用代理產品營收中高機能工程塑膠約佔75%以上、PCB原材料及設備約佔20%、非資通訊業(汽車/照明/家電/民生消費/醫療輸液/食品包裝等)的高機能工程塑膠約佔5%以下，2013年資通訊事業營收成長YoY+1%，2014年預期將成長YoY+5%~10%，其中高機能工程塑膠2014年成長YoY+5%~10% (2013年為YoY+0.2%)，PCB塑化原材料(含高階銅箔基板)及設備2014年成長YoY+10%~20% (2013年為YoY+3.7%)，PCB及非資通訊應用高機能工程塑膠的毛利率較高，2014年非資通訊業高機能工程塑膠營收佔比將達5%~10%，公司預期1H14為資通訊/PCB原材料淡季，而3Q14資通訊/PCB原材料營收將受惠旺季效應而回升。

圖五、華立綠能應用代理產品簡介



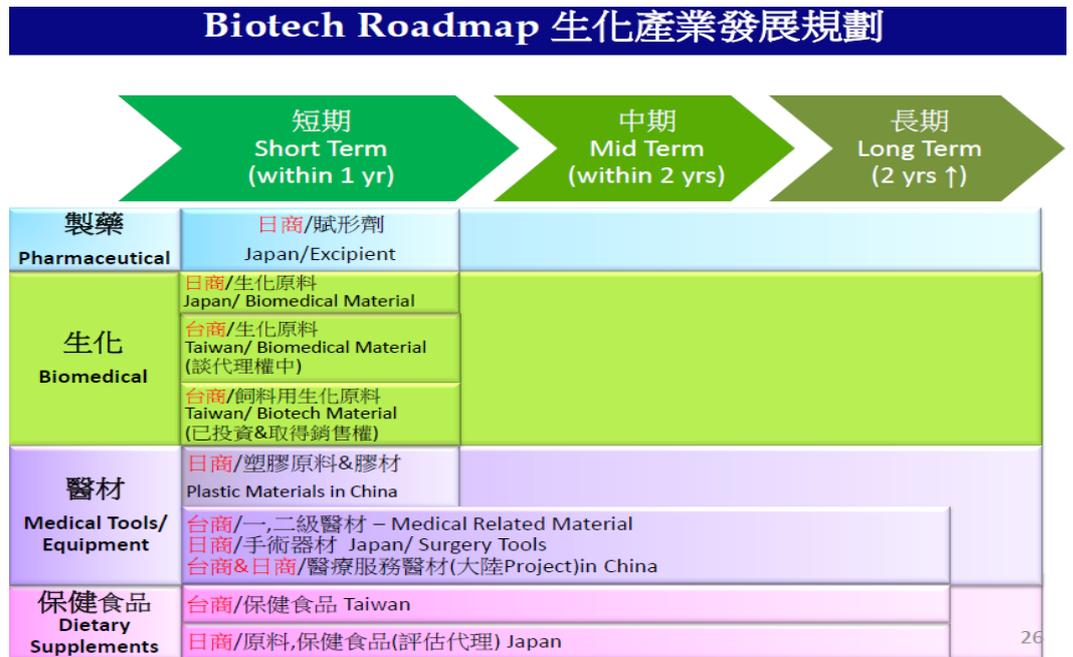
資料來源: 華立, 日盛投顧整理

華立 2014 年綠能產品營收將可成長 YoY+10%~20%

華立目前的綠色能源代理產品營收中太陽能高機能工程塑膠及模組約佔70%~80%、LED高機能工程塑膠約佔15%以下、太陽能及LED化學品約佔10%、二次電池原物料約佔1%，2013年綠能事業營收成長YoY+9%，2014年預期約成長YoY+10%~20%，其中太陽能2014年約成長YoY+10%~20% (2013年為YoY+10%以上)，LED 2014年約成長YoY+10%以下(2013年為YoY+10%以下)，目前太陽能產品營收結構為：太陽能矽晶片佔70%、太陽能銀鋁漿佔20%、太陽能模組及太陽能發電廠電力銷售(目前在石川縣(2MW)及富山縣(3MW)各有一座電廠)佔10%，其中太陽能矽晶片的代理銷售2H12起已採取部分抽取服務佣金及部分買斷再銷售方式認列(故營收波動性會較大)，LED塑化原物料毛利率高於太陽能原物料及模組，且LED原物料的需求較太陽能原物料穩定，雖然1Q14綠能原物料營收表現淡季不淡，但2Q14受美國對中國

及台灣的太陽能新雙反案控訴影響，使兩岸客戶因觀望而減少下單，但公司預期到3Q14案情判決明朗後，預期兩岸太陽能相關客戶將會有分散市場的因應對策來降低對營運的影響，也會使綠能及太陽能原材料營收在2H14逐漸回升。

圖六、華立生技應用代理產品簡介



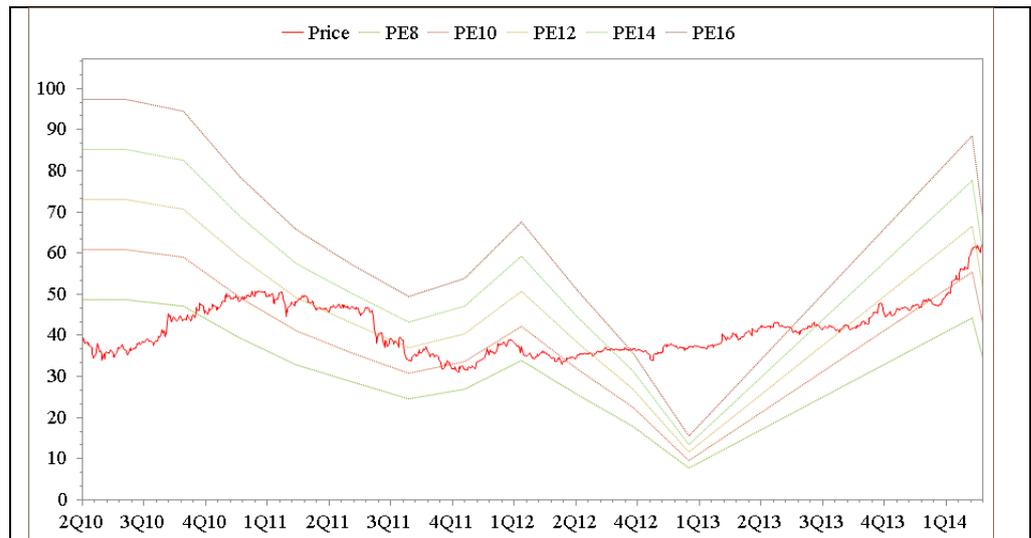
資料來源: 華立, 日盛投顧整理

高毛利率生技原材料及醫療器材新部門計畫於 2015 年正式營運

華立計畫建立生技應用的化學品事業部，包括代理製藥化學品、生化原料、醫療器材、保健食品等，代理生技原材料及醫材毛利率約在20%~30%，其中第一、二、三級醫療器材產品於2013年已經送衛服部審核，華立預計生技原材料新部門2015年將可開始在台灣正式營運，製藥化學品已經少量在中國販售，生技原材料及健康食品則仍在籌畫中，華立代理的生技新產品未來將以台灣及中國為主要銷售市場。

此外華立還代理非電子業的原料及零件約佔4.8%合併營收，毛利率也高於平均的9%以上，其中工廠空調冷媒、船舶/遊艇的玻璃纖維及引擎、日用品塑化原材料各約佔1/3的其他營收比重，2013年其他原材料及零件營收下跌YoY-7%，2014年預期約可成長YoY+20%以上。

PE Band



資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2012	2013	2014F	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
營業收入淨額	31,545	34,398	38,561	7,822	7,625	8,738	9,127	8,908	8,871	9,518	10,318	9,854
營業毛利	2,858	3,104	3,542	639	671	774	851	808	804	879	961	899
營業費用	2,014	2,085	2,193	504	466	503	562	555	541	543	557	552
營業利益	844	1,019	1,350	135	206	271	289	253	263	336	404	347
營業外收支	480	620	450	166	156	138	152	173	103	104	127	116
稅前純益	1,323	1,639	1,800	301	362	410	441	426	366	440	531	463
稅後純益	988	1,159	1,281	225	287	260	313	300	289	286	377	329
最新股本	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314
稅後EPS(元)	4.27	5.01	5.53	0.97	1.24	1.12	1.35	1.30	1.25	1.24	1.63	1.42
經營效率(%)												
毛利率	9.06	9.02	9.19	8.17	8.80	8.86	9.32	9.07	9.06	9.23	9.31	9.12
營業利益率	2.67	2.96	3.50	1.73	2.70	3.10	3.17	2.84	2.96	3.53	3.91	3.52
稅前純益率	4.19	4.76	4.67	3.85	4.75	4.69	4.83	4.78	4.12	4.62	5.14	4.70
稅後純益率	3.13	3.37	3.32	2.88	3.76	2.98	3.43	3.37	3.26	3.00	3.65	3.34
YoY(%)												
營收	1.03	9.04	12.10	11.57	-1.40	5.54	18.39	13.87	16.33	8.93	13.05	10.62
營業利益	-10.24	20.77	32.47	274.74	-14.93	20.31	19.86	87.06	27.57	23.88	39.71	37.38
稅前純益	-2.01	23.85	9.81	521.28	14.43	28.65	13.91	41.47	0.93	7.42	20.28	8.81
稅後純益	3.73	17.38	10.44	787.01	15.52	18.87	5.86	33.11	0.81	9.98	20.41	9.64
QoQ(%)												
營收				1.47	-2.52	14.59	4.46	-2.40	-0.41	7.30	8.40	-4.50
營業利益				-43.97	54.36	31.75	6.57	-12.56	3.90	27.94	20.19	-14.02
稅前純益				-22.33	20.64	13.08	7.74	-3.54	-14.12	20.34	20.64	-12.73
稅後純益				-23.78	27.66	-9.24	20.36	-4.16	-3.71	-0.98	31.78	-12.73

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	2012	2013	4Q13
流動資產	14,931	17,074	17,074
現金及約當現金	1,576	2,985	2,985
公允價值衡量金融資產	0	0	0
備供出售金融資產	163	354	354
以成本衡量之金融資產	0	0	0
存貨	2,650	3,081	3,081
非流動資產	5,435	6,053	6,053
公允價值衡量金融資產	93	0	0
不動產、廠房及設備	1,009	1,344	1,344
無形資產	68	61	61
資產總計	20,366	23,127	23,127
流動負債	9,293	10,793	10,793
短期借款	3,632	3,993	3,993
非流動負債	2,326	2,678	2,678
負債總計	11,618	13,471	13,471
股本	2,314	2,314	2,314
普通股股本	2,314	2,314	2,314
資本公積	1,246	1,260	1,260
保留盈餘	4,439	5,029	5,029
庫藏股票	0	0	0
股東權益	8,748	9,656	9,656
每股淨值(元)	34.75	38.66	38.66
流動比率(%)	160.68	158.19	158.19
速動比率(%)	129.49	127.73	127.73
應收帳款週轉率(%)	3.82	3.80	0.93
負債比率(%)	57.05	58.25	58.25
稅後股東權益報酬率(%)	12.57	13.55	3.41

資料來源：CMoney，JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2012	2013	4Q13
繼續營業單位稅前損益	1,323	1,639	1,639
折舊及攤提費用	85	85	85
利息費用	80	81	81
股利收入	-12	-12	-12
權益法認列關聯企業損益	-416	-305	-305
處分不動產、廠房及設備	2	-1	-1
處分權益法之投資損益	0	0	0
未實現外幣兌換損益	-58	-48	-48
應收帳款增減	-632	-681	-681
存貨增減	560	-466	-466
應付帳款增減	821	683	683
營業活動現金流量	1,445	856	856
公允價值衡量金融資產增減	0	0	0
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	0
權益法長期股權投資增減	-103	-286	0
取得不動產、廠房及設備	-100	-429	-429
處分不動產、廠房及設備	3	3	3
投資活動現金流量	-854	75	75
短期借款增減	23,929	21,609	408
長期借款增減	9	260	242
公司債發行	0	0	0
公司債償還	0	0	0
現金增資	0	0	0
發放現金股利	-532	-578	-578
庫藏股票增減	0	0	0
籌資活動現金流量	-256	251	251
淨現金流量	256	1,408	1,408

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
	買進轉中立	無法由基本面給予合理評等 建議降低持股