

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
3010 TT 華立	持有 目標價 50	華立的投資評等為持有，目標價為50元，主要理由如下： 受惠半導體材料通路需求回溫，4Q15淡季營收創下歷史新高，在台灣電子及半導體材料需求回溫及大陸綠能與平面顯示器材料新產品及新訂單俱增下，預估2016年營收將回復成長YoY+10%，以2016年稅後EPS5.54元及歷史合理PER9X來評價。

研究員 陳有裕  
 waynechen@jsun.com

重點摘要

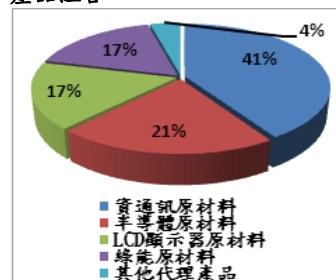
近期投資評等

03/08/2016	持有/中立
08/28/2015	持有/中立
11/14/2014	持有/中立

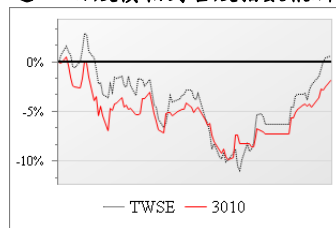
公司基本資料

收盤價(元)(03/07/2016)	45.85
股本(百萬元)	2,314
總市值(億元)	106.1
每股淨值(元)	42.05
外資持股比(%)	21.73
投信持股比(%)	0.00
近20日均量(張)	152
融資餘額(03/07/2016)	1.573

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源: CMoney

- ◆ **華立2015年合併營收為400.44億元(YoY+0.4%)創下歷史新高略優於預期：**4Q15合併營收為109.36億元(QoQ+2.5%)創下歷史新高也優於預期，4Q15受惠晶圓代工客戶半導體高階製程化學材料需求回溫及資通訊電子工程塑膠通路備貨需求持穩使營收呈現淡季不淡，日盛預估2015年稅後盈餘為11.44億元(YoY-10.2%)，2015年稅後EPS為4.94元(預期現金股利配發率約50%以上)。
- ◆ **華立為台灣3C電子及半導體材料主要通路商：**公司2015年事業別營收結構：資訊通訊電子及PCB高機能工程塑膠佔41%(YoY+1%)、平面顯示器材料及LCD面板相關IC佔17%(YoY-11%)、半導體化學材料佔21%(YoY-4%)、綠能(太陽能電池及LED)材料及設備佔17%(YoY+20%)，其他代理產品佔4%；2015年市場別營收結構：台灣佔57%、中國佔40%、新加坡及其他佔3%，台積電為最大客戶約佔2015年7%營收，但中國客戶因LCD面板及綠能業者持續擴產故2015年大陸市場營收成長性(YoY+20%)高於台灣市場營收(YoY-10%)。
- ◆ **預估華立2016年合併營收為442.11億元(YoY+10.4%)：**展望2016年預期在台灣客戶需求回溫下半導體及資通訊電子材料營收將可回復成長YoY+5%~10%以上，預期2016年JSR光阻液出貨也將隨台積電20nm/16nm Plus新製程比重提高而穩定遞增，此外預期平面顯示器與綠能2016年營收在引進新代理產品及大陸客戶擴產需求增加下將可成長YoY+10%~15%以上，1Q16營收仍受電子材料通路淡季影響而較4Q15下滑，但預期2Q~3Q16通路備貨旺季營收將會逐季回升，因代理產品組合多元化預期2016年毛利率將可維持在2015年9%附近，日盛預估2016年稅後盈餘為12.82億元(YoY+12.1%)，2016年稅後EPS5.54元。

單位:百萬元	2015F	2016F	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F
營業收入淨額	40,044	44,211	9,410	10,671	10,936	9,700	10,922	11,884
營業毛利	3,641	3,978	853	954	987	885	988	1,055
營業利益	1,308	1,488	281	345	374	303	365	413
稅後純益	1,144	1,282	258	286	332	267	289	358
稅後EPS(元)	4.94	5.54	1.11	1.24	1.43	1.15	1.25	1.55
毛利率(%)	9.09	9.00	9.06	8.94	9.02	9.12	9.04	8.88
營業利益率(%)	3.27	3.36	2.99	3.23	3.42	3.12	3.34	3.48
稅後純益率(%)	2.86	2.90	2.74	2.68	3.03	2.75	2.65	3.01
營業收入 YoY/QoQ (%)	0.36	10.41	4.24	13.40	2.49	-11.30	12.60	8.80
營業利益 YoY/QoQ (%)	3.48	13.72	-8.91	22.65	8.62	-19.01	20.50	13.12
稅後純益 YoY/QoQ (%)	-10.18	12.08	-3.94	11.12	15.79	-19.52	8.44	23.54

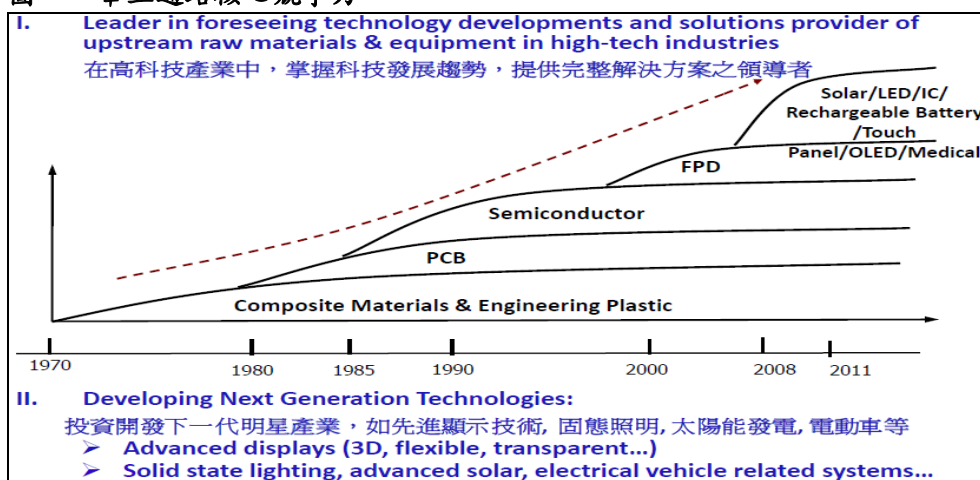
資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回潮EPS

2016年3月8日

◆ **華立2015年合併營收為400.44億元(YoY+0.4%)創下歷史新高略優於預期**

華立2015年合併營收為400.44億元(YoY+0.4%)創下歷史新高略優於預期，4Q15合併營收為109.36億元(QoQ+2.5%)創下歷史新高也優於預期，4Q15受惠晶圓代工客戶半導體高階製程化學材料需求回溫及資通訊電子工程塑膠通路備貨需求持穩使營收呈現淡季不淡，日盛預估2015年稅後盈餘為11.44億元(YoY-10.2%)，2015年稅後EPS為4.94元(預期現金股利配發率約50%以上)。

圖一、華立通路核心競爭力



資料來源：華立，日盛投顧整理

◆ **華立為台灣3C電子及半導體材料主要通路商**

華立為台灣3C電子及半導體材料主要通路商，公司2015年事業別營收結構：資訊通訊電子及PCB高機能工程塑膠佔41%(YoY+1%)、平面顯示器材料及LCD面板相關IC佔17%(YoY-11%)、半導體化學材料佔21%(YoY-4%)、綠能(太陽能電池及LED)材料及設備佔17%(YoY+20%)，其他代理產品佔4%；2015年市場別營收結構：台灣佔57%、中國佔40%、星加坡及其他佔3%，台積電為最大客戶約佔2015年7%營收，但中國客戶因LCD面板及綠能業者持續擴產故2015年大陸市場營收成長性(YoY+20%)高於台灣市場營收(YoY-10%)。

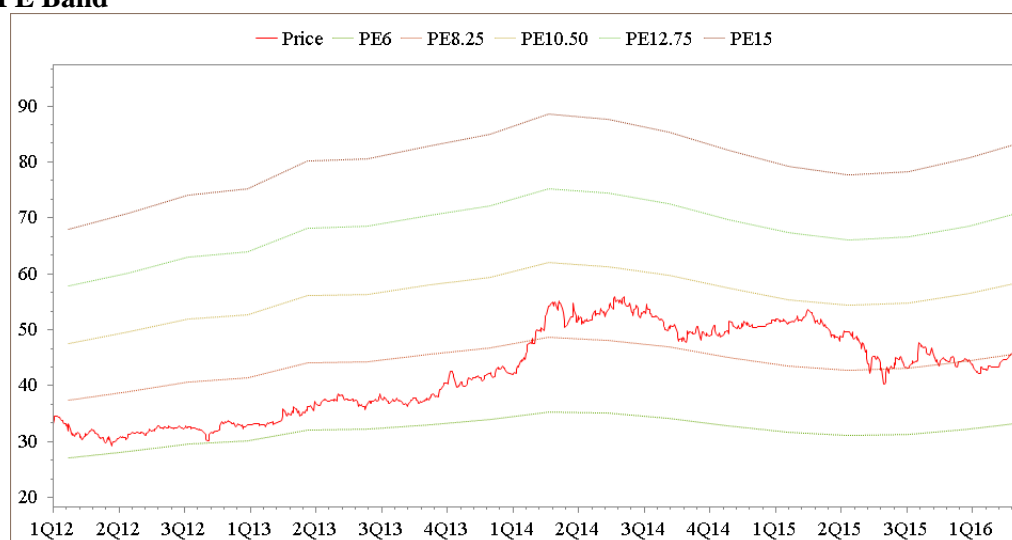
◆ **預估華立2016年合併營收為442.11億元(YoY+10.4%)**

展望2016年預期在台灣客戶需求回溫下半導體及資通訊電子材料營收將可回復成長YoY+5%~10%以上，預期2016年JSR光阻液出貨也將隨台積電20nm/16nm plus 新製程比重提高而穩定遞增，此外預期平面顯示器與綠能2016年營收在引進新代理產品及大陸客戶擴產需求增加下將可成長YoY+10%~15%以上，1Q16營收仍受電子材料通路淡季影響而較4Q15下滑，但預期2Q~3Q16通路備貨旺季營收將會逐季回升，因代理產品組合多元化預期2016年毛利率將可維持在2015年9%附近，日盛預估華立2016年合併營收為442.11億元(YoY+10.4%)，2016年稅後盈餘為12.82億元(YoY+12.1%)，2016年稅後EPS5.54元。

◆ **預期華立2016年毛利率將可維持2015年水準**

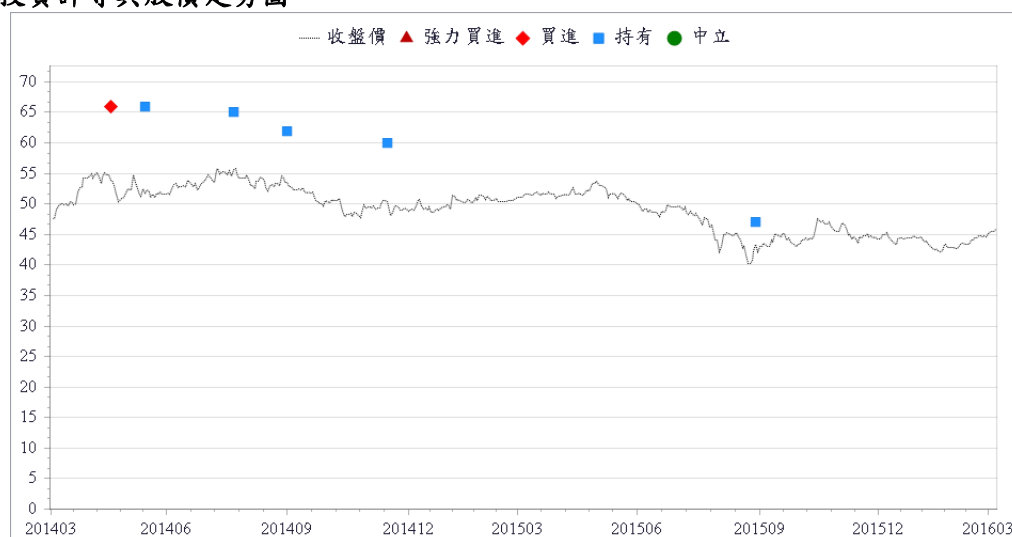
目前華立的半導體化學材料毛利率約在平均值9%上下，資通訊電子及PCB高機能工程塑膠材料毛利率高於平均值9%以上，但平面顯示器材料及IC元件與綠能(LED及太陽能電池)材料及設備的毛利率都低於平均值9%以下，而2016年毛利率在代理產品優化及客戶組合多元化努力下將可維持2015年水準(9%附近)，此外因2Q15子公司長華電認列一次性處份利益使2Q15轉投資收益達2.13億元，故預期2016年轉投資收益將會略低於2015年水準。

**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
20160308	持有	50.0
20150828	持有	47.0
20141114	持有	60.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

2016年3月8日

**損益表**

單位：百萬元	2014	2015F	2016F	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F
營業收入淨額	39,901	40,044	44,211	10,777	10,123	9,027	9,410	10,671	10,936	9,700	10,922	11,884
營業毛利	3,574	3,641	3,978	975	929	847	853	954	987	885	988	1,055
營業費用	2,310	2,333	2,490	655	581	538	572	610	612	582	623	642
營業利益	1,264	1,308	1,488	320	348	308	281	345	374	303	365	413
營業外收支	499	343	310	169	126	71	118	74	80	65	80	80
稅前純益	1,763	1,651	1,798	489	474	379	399	418	454	368	445	493
稅後純益	1,274	1,144	1,282	348	346	268	258	286	332	267	289	358
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)	5.50	4.94	5.54	1.50	1.50	1.16	1.11	1.24	1.43	1.15	1.25	1.55
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	8.96	9.09	9.00	9.05	9.18	9.38	9.06	8.94	9.02	9.12	9.04	8.88
營業利益率	3.17	3.27	3.36	2.97	3.44	3.42	2.99	3.23	3.42	3.12	3.34	3.48
稅前純益率	4.42	4.12	4.07	4.53	4.68	4.20	4.24	3.92	4.15	3.79	4.08	4.15
稅後純益率	3.19	2.86	2.90	3.23	3.42	2.97	2.74	2.68	3.03	2.75	2.65	3.01
<b>YoY(%)</b>												
營收	16.00	0.36	10.41	18.08	13.64	1.76	-7.11	-0.99	8.04	7.45	16.07	11.37
營業利益	24.07	3.48	13.72	10.75	37.65	7.34	-10.12	7.64	7.57	-1.73	30.01	19.91
稅前純益	7.60	-6.38	8.88	10.75	11.29	3.44	-8.89	-14.40	-4.12	-2.86	11.49	17.88
稅後純益	9.85	-10.18	12.08	11.21	15.40	-7.65	-11.77	-17.73	-4.21	-0.53	12.30	24.85
<b>QoQ(%)</b>												
營收				6.39	-6.07	-10.82	4.24	13.40	2.49	-11.30	12.60	8.80
營業利益				2.41	8.69	-11.35	-8.91	22.65	8.62	-19.01	20.50	13.12
稅前純益				11.50	-3.07	-20.01	5.39	4.75	8.58	-18.96	20.96	10.76
稅後純益				19.17	-0.55	-22.50	-3.94	11.12	15.79	-19.52	8.44	23.54

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	2013	2014	3Q15
<b>流動資產</b>	17,074	19,207	19,550
現金及約當現金	2,985	2,487	2,923
公允價值衡量金融資產	0	0	0
備供出售金融資產	354	243	278
以成本衡量之金融資產	0	0	0
存貨	3,081	3,567	4,009
<b>非流動資產</b>	6,064	7,112	7,677
公允價值衡量金融資產	0	0	0
不動產、廠房及設備	1,344	1,800	2,258
無形資產	61	51	46
<b>資產總計</b>	23,137	26,318	27,227
<b>流動負債</b>	10,793	12,505	12,048
短期借款	3,993	5,286	4,631
<b>非流動負債</b>	2,739	3,347	4,531
<b>負債總計</b>	13,532	15,851	16,579
<b>股本</b>	2,314	2,314	2,314
普通股股本	2,314	2,314	2,314
資本公積	1,260	1,326	1,349
保留盈餘	4,979	5,559	5,608
庫藏股票	0	0	0
<b>股東權益</b>	9,605	10,467	10,649
每股淨值(元)	38.66	41.88	42.05
流動比率(%)	158.19	153.60	162.27
速動比率(%)	127.73	121.69	125.40
應收帳款週轉率(%)	3.80	3.86	0.99
負債比率(%)	58.49	60.23	60.89
稅後股東權益報酬率(%)	13.59	13.74	3.02

資料來源：CMoney，JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2013	2014	3Q15
繼續營業單位稅前損益	1,639	1,763	1,197
折舊及攤提費用	85	98	69
利息費用	81	107	78
股利收入	-12	-15	-12
權益法認列關聯企業損益	-305	-332	-338
處分不動產、廠房及設備	-1	-13	-1
處分權益法之投資損益	0	0	0
未實現外幣兌換損益	-48	16	113
應收帳款增減	-681	-1,245	93
存貨增減	-466	-532	-542
應付帳款增減	683	155	351
<b>營業活動現金流量</b>	874	-632	792
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	-286	0	0
取得不動產、廠房及設備	-429	-559	-368
處分不動產、廠房及設備	3	15	1
<b>投資活動現金流量</b>	55	-1,134	108
短期借款增減	21,609	31,689	-725
長期借款增減	260	3,162	1,085
公司債發行	0	994	0
公司債償還	0	0	0
現金增資	0	0	0
發放現金股利	-578	-694	-764
庫藏股票增減	0	0	0
<b>籌資活動現金流量</b>	251	1,161	-553
<b>淨現金流量</b>	1,408	-498	436

資料來源：CMoney，JS 預估

2016年3月8日

### 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