



華立 (3010)

Upgrade to BUY

元富證券投資顧問股份有限公司
台北市敦化南路二段 97 號 19 樓
TEL: (02) 2325-3299

(102) 金管投顧新字第 034 號

□ 台灣 50 □ 中型 100 □ MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇建彰 Steven Su

stevensu@masterlink.com.tw

評等

日期: 2016/6/15
目前收盤價 (NT\$): 46.4
目標價 (NT\$): 56
52 週最高最低(NT\$): 40.2-53.3
加權指數: 8576.12

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 2,314
市值 (NT\$/mn): 10,730
市值 (US\$/mn): 358
20 日平均成交量(仟股): 131
PER ('16E): 8.21
PBR ('16E): 1.02
外資持股比率: 21.50
TCRI: 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	6.9	1.5	6.8
加權指數報酬率(%)	6.5	-2.0	6.7

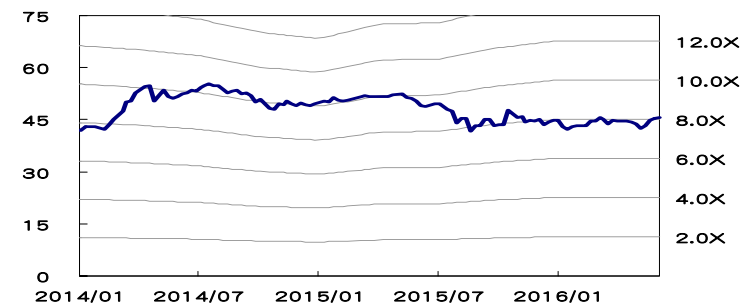
Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	HOLD
目標價 (NT\$)	56	45
營業收入 (NT\$mn)	40,701	39,670
毛利率 (%)	9.61	9.17
營運毛利率 (%)	3.65	3.27
EPS (NT\$)	5.65	5.29
BVPS(NT\$)	45.3	44.9



產品組合改善推升營運成長，2016 年獲利可望為近五年新高

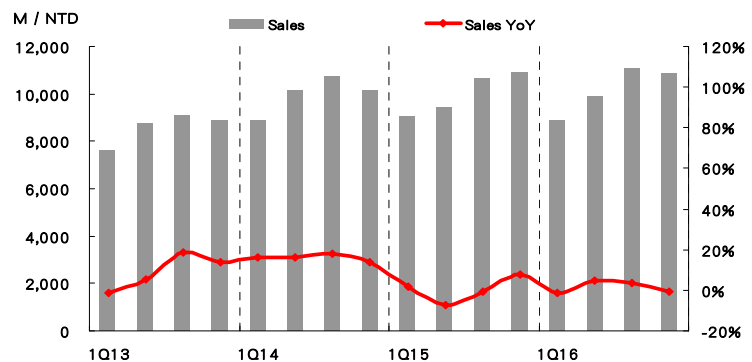
- 除太陽能業務營運較為平淡外，其餘產品線皆因進入產業旺季，營收貢獻皆有 QoQ+10% 以上成長，估計 2Q16 營收 98.6 億元 (QoQ+10.8%)，毛利率降至 9.5%，營業利益 3.39 億元 (QoQ+9.8%，YoY+20.8%)，惟預期無認列持股處份利益將致使轉投資收益下滑，加計保留盈餘課稅影響，EPS 1.14 元為全年獲利谷底。
- 元富預期 2016 年資通訊耗材營收 YoY 可達高個位數，且成長性為各產品線之最，主因為高機能工程塑膠於傳統 3C 產品機構件、連接器等應用穩定成長外，新應用如 1) USB Type C 連接器和 DDR4；2) 醫療輸液袋及管線；3) 食材包裝對於營收貢獻皆提升。此外，因資通訊耗材毛利率優於整體平均，產品組合與毛利率皆可望獲得改善。
- 太陽能耗材佔綠能產品營收比重近七成，主要產品包含代理保利協鑫 Wafer 以及碩禾銷往大陸銀漿、鋁漿。展望 2016 年，公司考量太陽能 Wafer 銷售毛利低，且需背負庫存風險，加計挹注獲利有限，今年以來逐步降低 Wafer 銷售金額，加計 LED 耗材仍有降價壓力，故預期 2016 年綠能耗材營收恐將衰退，但毛利率可優於往年水準。
- 元富將華立 2016 年 EPS 由 5.29 元上修至 5.65 元，考量 2016 年成長主要來自於高毛利之高機能工程塑膠，且逐漸減少低毛利太陽能 Wafer 出貨，產品組合改善將為營運成長主要動能，加計 2016 獲利可望創近五年新高，故上修評等至買進，TP 56 元。

Exhibit 1: P/E BAND



Sources: Masterlink

Exhibit 2: 營收及營收 YoY 方向



Sources: Masterlink



華立為半導體材料及設備通路商，
綠能耗材為 2015 年營收成長性最
佳產品線

華立成立於 1968 年，為半導體材料及設備通路商。主要產品線可區分為半導體製程材料、資訊/通訊製程材料、FPD 設備與材料、綠能光電、其他，2015 年營收比重分別為 21.3%、40.5%、17%、16.6%和 4.5%。因太陽能市況回溫，且代理之碩禾正銀漿於中國市佔提升，故綠能耗材 2015 年營收 YoY+20%成長性最佳，FPD 則因產業競爭致使材料價格年跌幅達三成，2015 年營收 YoY-11%衰退幅度最大。若以銷售區域區分，台灣營收佔比 57%，大陸佔 40%，其餘區域佔 3%。

Exhibit 3. 華立產品營收比重

產品項目	2015年 營收比重	2015年 營收YoY	主要產品	主要客戶
半導體	21%	-4%	JSR光阻液、去光阻液、製程用化學品、研磨液	台積電、聯電、美光、華邦、旺宏
資訊/通訊	41%	1%	高階工程塑膠應用於資訊/通訊用機殼、連接器等周邊零組件、乾膜光阻劑、CCL銅箔基板、PCB/主機板全製程設備&相關耗材	鴻海、正崴、禾昌、華碩、大立光、華通、欣興
FPD	17%	-11%	光顯示器模組、偏光板、面板設備以及製程用化學品	友達、群創、中國白牌手機廠
綠能光電	17%	20%	太陽能：矽晶片、銀鋁漿	茂迪、益通、大陸客戶
			LED：晶棒及EPI材料、PA9T	隆達、一詮、億光
			風電：葉片材料	大陸客戶
			磷酸鋰鐵電池：正負極材料、隔離膜	大陸客戶
Others	5%	3%		

Source: Company

1Q16 產品組合改善，且子公司長華電材處分濠瑋持股，EPS 1.45 元為近年來新高

華立 1Q16 營收 89 億元(QoQ-18.6%)，因高毛利資/通訊耗材營收比重提升，且減少低毛利太陽能 Wafer 出貨，毛利率 9.9%優於 4Q15 之 9.2%，業外則因子公司長華電材認列濠瑋持股處份利益，稅後純益 3.37 億元(QoQ+5.9%)，EPS 1.45 元為近年來新高。

2Q16 本業表現佳，惟轉投資收益降低和未分配盈餘課稅影響，獲利將為全年谷底

除太陽能業務營運較為平淡外，其餘產品線皆因進入產業旺季，營收貢獻皆有 QoQ+10%以上成長，估計 2Q16 營收 98.6 億元(QoQ+10.8%)，因低毛利 FPD 營收比重增加，毛利率降至 9.5%，營業利益 3.39 億元(QoQ+9.8%，YoY+20.8%)，惟預期無認列持股處份利益將致使轉投資收益下滑，加計保留盈餘課稅影響，稅後純益 2.65 億元(QoQ-21.4%)，EPS 1.14 元為全年獲利谷底。

**資/通訊耗材 2016 營收成長可望為各產品線之最，將帶動產品組合改善**

資/通訊耗材為華立營收佔比最高之產品線，主要產品為高機能工程塑膠以及 PCB 材料，2016 年前五月營收 YoY+9%，成長性遠優於往年 YoY+0~5%水準。展望 2016 年，元富預期 2016 年資/通訊耗材營收 YoY 可達高個位數，且成長性為各產品線之最，主因為高機能工程塑膠於傳統 3C 產品機構件、連接器等應用穩定成長外，新應用如 1)USB Type C 連接器和 DDR4；2)醫療輸液袋及管線；3)食材包裝對於營收貢獻皆提升。此外，因資/通訊耗材毛利率優於整體平均，產品組合與毛利率皆可望獲得改善。

因太陽能產品線業務調整，2016 年綠能營收恐將小幅下滑，但有助毛利率改善

太陽能 LED 耗材佔綠能產品營收比重為 68%和 19%，其中太陽能主要產品包含代理保利協鑫 Wafer 以及碩禾銷往大陸銀漿、鋁漿。展望 2016 年，公司考量太陽能 Wafer 銷售毛利低，且需背負庫存風險，加計挹注獲利有限，今年以來逐步降低 Wafer 銷售金額，加計 LED 耗材仍有降價壓力，故元富預期 2016 年綠能耗材營收恐將衰退，但毛利率可優於往年水準。

產品組合改善推升營運成長，2016 年獲利可望為近五年新高，上修評等至買進

華立預計配發現金股利 2.7 元，現金殖利率近 6%。元富將華立 2016 年 EPS 由 5.29 元上修至 5.65 元，考量 2016 年成長主要來自於高毛利之高機能工程塑膠，且逐漸減少低毛利太陽能 Wafer 出貨，產品組合改善將為營運成長主要動能，加計 2016 獲利可望創近五年新高，故將評等由中立上修至買進，目標價 56 元(2016 PER × 10)。

風險提示

1. 人民幣及美元匯率波動幅度擴大將導致業外匯兌風險。
2. 客戶庫存調節對於營運造成之風險。



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY13	FY14	FY15	FY16F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	34,398	39,901	40,044	40,701	
COGS	31,294	36,327	36,382	36,792	
Gross profit	3,104	3,574	3,661	3,910	
Operating expense	2,085	2,305	2,320	2,422	
Operating profit	1,019	1,269	1,342	1,487	
Total non-operate. Inc.	620	499	313	357	
Pre-tax profit	1,639	1,768	1,655	1,844	
Total Net profit	1,239	1,368	1,228	1,407	
Minority	80	90	98	101	
Net Profit	1,159	1,278	1,130	1,306	
EPS (NT\$)	5.01	5.52	4.88	5.65	
Y/Y %	FY13	FY14	FY15	FY16F	
Sales	9.0	16.0	0.4	1.6	
Gross profit	8.6	15.1	2.4	6.8	
Operating profit	22.1	24.6	5.7	10.8	
Pre-tax profit	24.6	7.9	(6.4)	11.5	
Net profit	18.2	10.2	(11.6)	15.6	
EPS	18.2	10.2	(11.6)	15.6	
Margins %	FY13	FY14	FY15	FY16F	
Gross	9.0	9.0	9.1	9.6	
Operating	3.0	3.2	3.4	3.7	
EBITDA	5.0	4.7	4.5	5.0	
Pre-tax	4.8	4.4	4.1	4.5	
Net	3.4	3.2	2.8	3.2	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY13	FY14	FY15	FY16F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	2,985	2,487	2,100	2,030	
Marketable securities	354	243	335	365	
A/R & N/R	9,473	11,148	11,029	11,271	
Inventory	3,081	3,567	4,041	3,847	
Others	1,181	1,762	1,352	1,352	
Total current asset	17,074	19,207	18,857	18,864	
Long-term invest.	4,253	4,837	4,926	4,926	
Total fixed assets	1,344	1,800	2,454	3,054	
Total other assets	456	475	494	494	
Total assets	23,127	26,318	26,731	27,338	
Short-term Borrow	3,993	5,286	3,702	3,702	
A/P & N/P	6,264	6,583	7,018	6,877	
Other current liab.	537	636	575	692	
Total current liab.	10,793	12,505	11,295	11,271	
L-T borrows	1,800	2,290	3,552	3,501	
Other L-T liab.	878	1,057	1,159	1,159	
Total liability.	13,471	15,851	16,007	15,931	
Common stocks	2,314	2,314	2,314	2,314	
Reserves	1,260	1,326	1,332	1,332	
Retain earnings	6,082	6,826	7,079	7,761	
Total Equity	9,656	10,467	10,725	11,406	
Total Liab. & Equity	23,127	26,318	26,731	27,338	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	8,903	9,867	11,062	10,869	
Gross profit	880	941	1,054	1,035	
Operating profit	309	339	424	415	
Total non-ope inc.	136	70	68	83	
Pre-tax profit	445	409	492	498	
Net profit	337	265	349	357	
EPS	1.45	1.14	1.51	1.54	
Y/Y %	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	
Net sales	(1.4)	4.9	3.7	(0.6)	
Gross profit	3.9	10.4	10.5	2.7	
Operating profit	0.2	20.8	23.0	1.8	
Net profit	30.6	(7.6)	9.7	5.9	
Q/Q %	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	
Net sales	(18.6)	10.8	12.1	(1.7)	
Gross profit	(12.7)	7.0	12.0	(1.9)	
Operating profit	(24.2)	9.8	24.8	(2.0)	
Net profit	5.9	(21.4)	31.8	2.3	
Margins %	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	
Gross	9.9	9.5	9.5	9.5	
Operating	3.5	3.4	3.8	3.8	
Net	3.8	2.7	3.2	3.3	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY13	FY14	FY15	FY16F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	1,159	1,278	1,130	1,306	
Dep & Amort	85	98	95	104	
Investment income	-292	-317	-408	-368	
Changes in W/C	-604	-1,975	79	-188	
Other adjustment	526	365	469	300	
Cash flow - ope.	874	-551	1,365	1,154	
Capex	-519	-519	-649	-600	
Change in L-T inv.	-286	-3	0	0	
Other adjustment	860	-578	109	0	
Cash flow - inve.	55	-1,101	-539	-600	
Free cash flow	355	-1,071	717	554	
Inc. (Dec.) debt	754	811	-454	0	
Cash dividend	-578	-694	-764	-625	
Other adjustment	76	898	-0	0	
Cash flow-Fin.	251	1,015	-1,218	-625	
Exchange influence	227	140	5	0	
Change in Cash	1,408	-498	-387	-71	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY13	FY14	FY15	FY16F	
ROA	5.36	5.17	4.26	4.83	
ROE	12.69	12.70	10.67	11.81	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities - Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to - 15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2016 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.