

研究員：蔡睿 ray.tsai@capital.com.tw

前日收盤價	50.70 元
目標價	
3 個月	55.60 元
12 個月	55.60 元

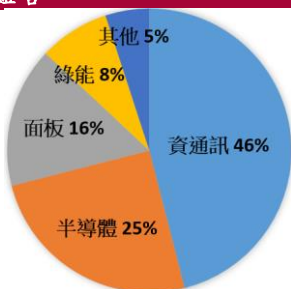
近期報告日期、評等及前日股價

12/28/2016	中立	45.80 元
10/03/2016	中立	45.45 元

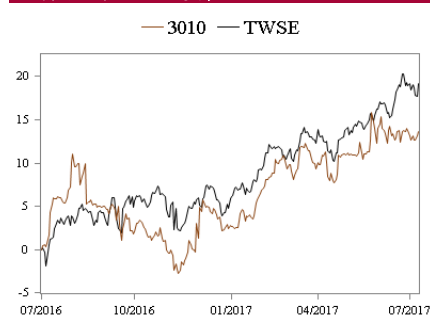
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,314
市值(億元)	117
目前每股淨值(元)	43.23
外資持股比(%)	23.82
投信持股比(%)	0.03
董監持股比(%)	11.45
融資餘額(張)	743
現金股息配發率(F)(%)	61.53

產品組合



股價相對大盤走勢



華立(3010 TT)

區間操作

2017 年產品組合持續好轉，獲利水準將有所提升。

投資建議：持續看好華立資通訊及半導體產品線的成長動能，以及 2017 年轉投資事業對於整體獲利的貢獻。目前本益比約為 9x2017PER，在獲利成長動能仍佳的情況下，評價已相對偏低，故調升至區間操作建議，目標價 55.6 元(10x2017PER)。

1H17 太陽能產品出貨表現不佳，拖累整體營收成長：1H17 機能塑膠粒受惠於各式新興應用的持續發酵(如醫材應用、食品包膜、奈米注塑等)，營收 YoY+9.64%；半導體材料則受惠於晶圓廠採用先進製程的比重增加，持續帶動對半導體材料的需求，營收 YoY+12.65%。雖然兩大產品線均維持約一成的成長性，然受到太陽能市況仍相對不佳的影響，相關產品線出貨動能急遽下滑，拖累整體營收表現，1H17 營收僅 YoY+1.39%。不過也由於低毛利的太陽能代理線營收比重有所下滑，帶動整體產品組合有所好轉，1Q17 毛利率即回升至 9.69%的相對高檔水準，預期 2Q17 也將維持此態勢，有利於獲利品質的提升。2Q17 營收 101.15 億元(YoY-0.20%，QoQ+13.85%)，預估 EPS 1.36 元。

2H17 機能塑膠粒及半導體耗材仍為主要成長動能來源：預期 2H17 機能塑膠粒及半導體營收仍將均維持雙位數成長性，面板材料亦將受惠於整體面板產業供需結構的好轉、高解析度產品需求的提升，帶動其相關材料需求。然綠能部分則由於太陽能市況仍顯不佳，預期相關產品線出貨動能仍將較為疲弱，營收持續衰退。在高毛利產品線展望樂觀及低毛利產品線出貨下滑的情況下，預期 2H17 毛利率表現亦將維持在高檔水準。預估 2017 年營收 405.19 億元(YoY+2.47%)，EPS 5.56 元。

2017 年轉投資事業可望對於整體獲利有明顯貢獻：華立持有長華(8070 TT)約 31%的股權，1Q17 即認列長華 1.06 億元的投資收益(約貢獻 EPS 0.36 元)。1Q17 長華旗下子公司長華科(6548 TT)合併日商住礦子公司 SHAP，拓展其導線架事業版圖，預期整體 2017 年業績將有所明顯成長，屆時對於華立也可望有更為顯著的獲利貢獻，亦將為華立 2017 年獲利成長的一大動能來源。

(百萬元)	2015	2016	2017F	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	40,044	39,542	40,519	10,136	10,153	10,351	9,188	10,115	10,654	10,562	9,575	10,605
營業毛利淨額	3,661	3,754	3,904	927	985	962	890	972	1,028	1,014	925	1,011
營業利益	1,342	1,439	1,559	364	371	395	326	395	415	423	341	396
稅後純益	1,130	1,045	1,287	199	265	244	293	314	345	336	319	328
稅後 EPS(元)	4.88	4.52	5.56	0.86	1.15	1.05	1.26	1.36	1.49	1.45	1.38	1.42
毛利率(%)	9.14%	9.49%	9.64%	9.15%	9.70%	9.30%	9.69%	9.61%	9.64%	9.60%	9.67%	9.53%
營業利率(%)	3.35%	3.64%	3.85%	3.59%	3.66%	3.82%	3.55%	3.91%	3.89%	4.00%	3.57%	3.73%
稅後純益率(%)	2.82%	2.64%	3.18%	1.97%	2.61%	2.36%	3.18%	3.10%	3.23%	3.18%	3.33%	3.09%
營業收入 YoY/QoQ(%)	0.36%	-1.25%	2.47%	13.85%	0.17%	1.95%	-11.23%	10.08%	5.33%	-0.87%	-9.35%	10.76%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-11.56%	-7.50%	23.13%	-40.82%	33.26%	-8.06%	19.85%	7.24%	9.86%	-2.40%	-5.22%	2.87%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 23.14 億元計算。

華立為專業電子材料通路商

華立為電子材料通路商，代理產品包含資通訊用的高機能工程塑膠粒/PCB設備及材料、半導體相關耗材、綠能相關產品、面板材料等，1H17營收比重：資通訊 46%、半導體 25%、平面顯示器 16%、綠能 8%、其他 5%。

1H17銷售區域別：台灣 53%、大陸 43%、新加坡 3%、越南/印尼 1%。台灣主要客戶為半導體晶圓廠，如最大客戶台積電(2330 TT)，大陸則以資通訊產業為主，如鴻海(2317 TT)，此外還有面板產業的華星光電與京東方，綠能客戶也有部分大陸太陽能廠，而在新加坡主要供應給格羅方德及美光。

2017年轉投資事業可望對於整體獲利有明顯貢獻

華立也擁有部分轉投資事業，除拓展其業務布局外，對於整體獲利的貢獻也有相當挹注。其中又以長華(8070 TT)的獲利認列最為可觀，1Q17即認列長華 1.06 億元的投資收益(約貢獻 EPS 0.36 元)，1Q17長華旗下子公司長華科(6548 TT)合併日商住礦子公司 SHAP，拓展其導線架事業版圖，預期整體 2017 年業績將有所明顯成長，屆時對於華立也可望有更為顯著的獲利貢獻。

表一、華立主要轉投資公司及產品線

	主要產品線	持股比例(%)	1Q17投資收益(台幣)
長華電材	IC封裝材料及設備之代理等業務	31	1.06億元
長華塑膠	工程塑膠原料經銷	40	3,300萬元
華宏新技	代理銷售自動化取出機等	26	50萬元
華展光電	曝光機及其零件之銷售與服務	35	300萬元

來源：華立財報

資通訊應用為營收主要來源，毛利及成長性均較佳

資通訊應用產品分別為高機能工程塑膠粒(約 80%)及 PCB 製程設備及材料(約 20%)，其中又以高機能塑膠粒毛利較高且發展性較廣，下游應用像是電腦零組件、機殼、連接器插槽、機構元件等等。高機能工程塑膠為高階產品，需符合耐高溫、耐衝擊、抗酸鹼等特性，已滿足連接器時常的插拔需求或者是 CPU 插槽在高溫環境下的承受度等等。華立機能塑膠粒主要代理日系住友化學(4005 JP)、三菱化學、旭化成(3407 JP)、帝人、KURARAY 等高階產品，由於效能表現較佳，這部分不易被低價原料所取代。

目前高機能塑膠粒除了大宗的資通訊領域外，也開始切入新的應用領域，像是 USB Type-C 連接線及 DDR4 插槽，醫材用的抽痰管、輸液袋及食品包材的塑膠膜等等，近期也打入奈米注塑的新應用，供應手機機殼上的塑膠線條，讓天線的收訊不會被金屬所遮蔽，隨著陸系手機採用金屬機殼的比重提升，奈米注塑的應用也持續成長。高機能塑膠粒為華立產品線中營收佔比最高，毛利表現及成長性也最佳的產品，隨著新應用的持續普及，將有助於長期獲利水準的提升。

PCB 材料部分，華立主要供應(1)銅箔基板(CCL):為印刷電路板的主要原

2017年7月12日

料、(2)乾膜(dry film):塗佈在印刷電路板上，讓曝光機得以印製線路至印刷電路板上、(3)PCB用設備機台:如高精度曝光機，可將線路印製在印刷電路板上。

1H17 整體資通訊應用營收 YoY+9.64%，主要即受惠各式新興應用持續發酵，對於高階機能塑膠粒的需求穩定增加，也有利於整體毛利率的提升。預期 2H17 仍將維持此成長態勢，持續成為整體營收的主要成長動能來源。

半導體應用受惠先進製程比重的提升而有所成長

半導體應用為供應晶圓製程中所需的各式化學材料，如光阻液、去光阻液、研墨液)、大宗化學品(硝酸、硫酸、鹼性液體、雙氧水等)、特殊氣體等等，客戶端以台灣的半導體晶圓廠為主，台積電為華立最大單一客戶，佔營收比重 6~7%，華立以供應半導體上游的製程材料為主，下游的封裝則沒有直接涉獵，交由轉投資的長華電材來供應封測客戶。

光阻液為華立半導體材料部份最主要的出貨產品，1Q17 營收佔整體半導體材料比重約 40%，華立主要代理 JSR(4185 JP)的光阻液，於大中華地區及新加坡為獨家代理，目前華立以 20/16nm 製程為出貨大宗，高階製程如 10nm 也已開始放量出貨。

1H17 半導體材料營收 YoY+12.65%，主要成長動能即來自於晶圓廠採用先進製程的比重增加，持續帶動對半導體材料的需求，營收得以明顯提升。預期 2H17 亦將受惠於整體半導體產業需求的好轉，營收維持成長態勢。

面板材料受惠整體面板產業供需結構的好轉，出貨量保持成長

FPD(Flat Panel Display 平面顯示器)供貨以面板用化學品、偏光板、彩色光阻、Timing Control IC(時序控制器)為主，而時序控制器佔相當大一部分的比重，主要由 MegaChips 供應，是面板產業重要的原料。目前也有供應 AMOLED 的相關材料及設備，但佔整體面板的比重不高(<5%)，主要是代理日本 Lantec Products 的材料設備。

1H17 平面顯示器營收 YoY+4.28%，持續受惠於整體面板產業供需結構的好轉、高解析度產品需求的提升，帶動其相關面板材料需求。預期在目前面板產業發展趨勢仍屬樂觀的態勢下，2H17 相關材料出貨仍將維持成長性。

綠能產品 1H17 嚴重衰退，拖累整體營收成長性

1H17 綠能主要的產品線分別為太陽能(40%)、LED(40%)、二次電子材料(5%)、風電材料(低個位數)。太陽能過去為綠能部分的一大營收來源(過去佔比約 60%)，主要代理碩禾(3691 TT)的銀鋁漿銷售給大陸的太陽能廠商，為碩禾唯一的代理商，此外還有代理太極(4934 TT)及元晶(6443 TT)的 solar cell(太陽能電池)，主要也是銷售給大陸的太陽能模組廠(如保利協鑫)。過去華立也曾代理保利協鑫的矽晶片，然由於這塊的價格變化急遽，幾乎沒有利潤，因此於 1H16 決定停止代理，亦為 2016 年以後太陽能營收大幅減少的一大原因(2015 年保利協鑫佔整體太陽能比重約 20%)。

LED 主要供應原材料及晶片模組封裝需要的塑膠底座。二次電子材料則以供應磷酸鐵鋰電池的正負極材料、隔離膜、酸鹼液等化學品為主。目前大陸的電動巴士仍以使用磷酸鐵鋰電池為主，優點為安全，被刺穿時不會爆炸，輸出的功率也較高，但缺點為成本偏貴，這部分也為較有成長性的出

2017年7月12日

貨產品，為未來重點發展方向之一。

1H17 整體綠能營收 YoY-42.45%，主要即受到整體太陽能市況不佳的影響，嚴重拖累銀鋁漿的出貨表現，導致整體營收呈現大幅度的衰退。目前整體太陽能產業仍未見明顯好轉，預期 2H17 相關出貨表現仍將呈現衰退。

1H17 太陽能產品出貨表現不佳，拖累整體營收成長

1H17 機能塑膠粒受惠於各式新興應用的持續發酵(如醫材應用、食品包膜、奈米注塑等)，營收 YoY+9.64%；半導體材料則受惠於晶圓廠採用先進製程的比重增加，持續帶動對半導體材料的需求，營收 YoY+12.65%。雖然兩大產品線均維持約一成的成長性，然受到太陽能市況仍相對不佳的影響，相關產品線出貨動能急遽下滑，拖累整體營收表現，1H17 營收僅 YoY+1.39%。不過也由於低毛利的太陽能代理線營收比重有所下滑，帶動整體產品組合有所好轉，1Q17 毛利率即回升至 9.69%的相對高檔水準，預期 2Q17 也將維持此態勢，有利於獲利品質的提升。2Q17 營收 101.15 億元(YoY-0.20%，QoQ+13.85%)，預估 EPS 1.36 元。

2H17 機能塑膠粒及半導體耗材仍為主要成長動能來源

預期 2H17 機能塑膠粒及半導體營收仍將均維持雙位數成長性，面板材料亦將受惠於整體面板產業供需結構的好轉、高解析度產品需求的提升，帶動其相關材料需求。然綠能部分則由於太陽能市況仍顯不佳，預期相關產品線出貨動能仍將較為疲弱，營收持續衰退。在高毛利產品線展望樂觀及低毛利產品線出貨下滑的情況下，預期 2H17 毛利率表現亦將維持在高檔水準。預估 2017 年營收 405.19 億元(YoY+2.47%)，EPS 5.56 元。

2017 年轉投資事業可望對於整體獲利有明顯貢獻

華立持有長華(8070 TT)約 31%的股權，1Q17 即認列長華 1.06 億元的投資收益(約貢獻 EPS 0.36 元)。1Q17 長華旗下子公司長華科(6548 TT)合併日商住礦子公司 SHAP，拓展其導線架事業版圖，預期整體 2017 年業績將有所明顯成長，屆時對於華立也可望有更為顯著的獲利貢獻，亦將為華立 2017 年獲利成長的一大動能來源。

投資建議：持續看好華立資通訊及半導體產品線的成長動能，以及 2017 年轉投資事業對於整體獲利的貢獻。目前本益比約為 9x2017PER，在獲利成長動能仍佳的情況下，評價已相對偏低，故調升至區間操作建議，目標價 55.6 元(10x2017PER)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2017年7月12日

資產負債表

(百萬元)	2013	2014	2015	2016	2017F
資產總計	23,137	26,318	26,731	24,918	25,504
流動資產	17,074	19,207	18,857	17,416	22,115
現金及約當現金	2,985	2,487	2,100	2,466	2,784
應收帳款與票據	9,473	11,148	11,029	10,934	11,934
存貨	3,081	3,567	4,041	3,173	3,648
採權益法之投資	4,008	4,300	4,464	4,220	925
不動產、廠房設備	1,344	1,800	2,482	2,322	2,252
負債總計	13,532	15,851	16,007	14,080	13,911
流動負債	10,793	12,505	11,295	10,815	11,058
應付帳款及票據	5,695	5,881	6,316	6,335	6,104
非流動負債	2,739	3,347	4,711	3,265	3,085
權益總計	9,605	10,467	10,725	10,838	11,593
普通股股本	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314
保留盈餘	4,979	5,559	5,905	6,318	7,073
母公司業主權益	8,895	9,644	9,789	9,886	10,530
負債及權益總計	23,137	26,318	26,731	24,918	25,504

現金流量表

(百萬元)	2013	2014	2015	2016	2017F
營業活動現金	874	-551	1,365	2,570	-2,146
稅前純益	1,639	1,768	1,655	1,572	1,881
折舊及攤銷	85	98	95	108	113
營運資金變動	-580	-1,975	79	983	-1,707
其他營運現金	-270	-443	-463	-93	-2,432
投資活動現金	55	-1,101	-539	848	650
資本支出淨額	-519	-503	-649	36	-100
長期投資變動	-157	-189	-358	68	0
其他投資現金	731	-408	468	744	750
籌資活動現金	251	1,015	-1,218	-2,662	1,814
長借/公司債變動	242	526	1,254	-519	-179
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-578	-694	-764	-625	-643
其他籌資現金	588	1,183	-1,708	-1,517	2,637
淨現金流量	1,408	-498	-387	365	318
期初現金	1,576	2,985	2,487	2,100	2,466
期末現金	2,985	2,487	2,100	2,466	2,784

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2013	2014	2015	2016	2017F
營業收入淨額	34,398	39,901	40,044	39,542	40,519
營業成本	31,294	36,327	36,382	35,787	36,615
營業毛利淨額	3,104	3,574	3,661	3,754	3,904
營業費用	2,085	2,305	2,320	2,315	2,345
營業利益	1,019	1,269	1,342	1,439	1,559
EBITDA	1,715	1,862	1,794	1,765	2,094
業外收入及支出	620	499	313	132	322
稅前純益	1,639	1,768	1,655	1,572	1,881
所得稅	400	400	426	426	483
稅後純益	1,159	1,278	1,130	1,045	1,287
稅後EPS(元)	5.01	5.52	4.88	4.52	5.56
完全稀釋EPS**	4.61	5.08	4.49	4.15	5.12

註1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註2：稅後EPS以股本23.14【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋EPS以股本25.16億元計算

比率分析

(百萬元)	2013	2014	2015	2016	2017F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	9.04%	16.00%	0.36%	-1.25%	2.47%
營業毛利淨額	8.62%	15.13%	2.45%	2.54%	3.99%
營業利益	20.77%	24.57%	5.73%	7.27%	8.32%
稅後純益	17.38%	10.21%	-11.56%	-7.50%	23.13%
獲利能力分析(%)					
毛利率	9.02%	8.96%	9.14%	9.49%	9.64%
EBITDA(%)	4.99%	4.67%	4.48%	4.46%	5.17%
營益率	2.96%	3.18%	3.35%	3.64%	3.85%
稅後純益率	3.37%	3.20%	2.82%	2.64%	3.18%
總資產報酬率	5.01%	4.86%	4.23%	4.20%	5.05%
股東權益報酬率	12.07%	12.21%	10.54%	9.65%	11.10%
償債能力檢視					
負債比率(%)	58.49%	60.23%	59.88%	56.51%	54.55%
負債/淨值比(%)	140.89%	151.45%	149.25%	129.91%	120.00%
流動比率(%)	158.19%	153.60%	166.95%	161.03%	200.00%
其他比率分析					
存貨天數	33.42	33.40	38.17	36.79	34.00
應收帳款天數	95.67	94.32	101.07	101.37	103.00

2017年7月12日

季度損益表

(百萬元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	8,903	10,136	10,153	10,351	9,188	10,115	10,654	10,562	9,575	10,605	11,103	10,949
營業成本	8,023	9,208	9,168	9,388	8,298	9,143	9,627	9,547	8,649	9,595	10,040	9,894
營業毛利淨額	880	927	985	962	890	972	1,028	1,014	925	1,011	1,064	1,055
營業費用	570	564	614	567	565	577	613	591	584	615	633	613
營業利益	309	364	371	395	326	395	415	423	341	396	431	442
業外收入及支出	136	0	35	-39	78	95	85	65	115	105	105	85
稅前純益	445	363	407	356	404	490	499	487	456	500	535	526
所得稅	87	144	102	94	87	149	125	122	109	144	134	132
稅後純益	337	199	265	244	293	314	345	336	319	328	369	363
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)	1.45	0.86	1.15	1.05	1.26	1.36	1.49	1.45	1.38	1.42	1.60	1.57
獲利能力(%)												
毛利率(%)	9.88%	9.15%	9.70%	9.30%	9.69%	9.61%	9.64%	9.60%	9.67%	9.53%	9.58%	9.63%
營業利益率(%)	3.47%	3.59%	3.66%	3.82%	3.55%	3.91%	3.89%	4.00%	3.57%	3.73%	3.88%	4.03%
稅後純益率(%)	3.78%	1.97%	2.61%	2.36%	3.18%	3.10%	3.23%	3.18%	3.33%	3.09%	3.33%	3.32%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-18.59%	13.85%	0.17%	1.95%	-11.23%	10.08%	5.33%	-0.87%	-9.35%	10.76%	4.70%	-1.39%
營業利益	-24.23%	17.66%	2.14%	6.35%	-17.53%	21.35%	4.94%	1.93%	-19.27%	15.86%	8.92%	2.53%
稅前純益	-2.84%	-18.33%	11.93%	-12.37%	13.31%	21.29%	1.95%	-2.40%	-6.46%	9.68%	7.06%	-1.70%
稅後純益	5.92%	-40.82%	33.26%	-8.06%	19.85%	7.24%	9.86%	-2.40%	-5.22%	2.87%	12.65%	-1.70%
YoY(%)												
營業收入淨額	-1.38%	7.71%	-4.85%	-5.35%	3.21%	-0.20%	4.94%	2.04%	4.20%	4.85%	4.22%	3.66%
營業利益	0.23%	29.47%	7.82%	-3.15%	5.41%	8.72%	11.70%	7.05%	4.79%	0.05%	3.84%	4.45%
稅前純益	17.43%	-8.99%	-2.76%	-22.17%	-9.23%	34.80%	22.78%	36.75%	12.88%	2.08%	7.20%	7.96%
稅後純益	25.48%	-22.70%	-7.29%	-23.20%	-13.10%	57.46%	29.81%	37.80%	8.98%	4.55%	7.20%	7.96%

註1：稅後EPS以股本23.14億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。