

華立 3010 TT (電子-電子通路商)

投資建議

3Q17 成長動能優於預期，預期 OLED 明年仍有爆發性成長

華立 3Q17 主要成長動能來自於高機能塑膠與 FPD 類產品，年成長率分別為 21%/43%，半導體與綠能類產品則成長動能較弱，年成長率分別為 6%/-13%，基於(1)高機能塑膠因其產品技術持續提升，在手機與車用領域應用持續提升(2)FPD 產品則受惠 OLED 商機未來幾年將大幅成長，未來成長動能仍佳。就明年展望，認為華立的塑膠產品仍有雙位數成長，OLED 商機則預期帶動華立本益比評價小幅度提升，且明年業外預期仍可持續提升，預估華立 2018 年 EPS 6.22 元，過去三年華立的本益比區間約落在 8~12 倍，給予華立中間偏上本益比評價 11 倍，投資建議由中立轉買進，目標價由 54 元提高到 70 元(2018 EPS X 11PE)。

投資重點

3Q17 獲利優於研究部預期，塑膠產品與面板產品動能拉升

華立 3Q17 合併營收為 117.11 億元，QoQ+15.78%，YoY+15.35%，優於研究部預期的 106.08 億元，主因高機能塑膠產品與面板產品拉貨動能強，分別優研究部原預估數字約 10%與 20%，3Q17 分別額外貢獻營收約 6 億元與 4 億元，其中高機能塑膠產品主因為手機與車用等領域塑膠用量較過去提升，面板產品則主因公司近年布局的 OLED 產品於 3Q17 大幅成長年增超過一倍。另外公司在業外轉投資因長華電材、長華塑膠等轉投資今年營運好轉，也使權益法認列之投資收益優於原本預期，3Q17 EPS 1.74 元優於原本預期的 1.44 元。

4Q17 為傳統淡季，預期季減 0~5%

過去佔公司營收比重最大的塑膠產品在第四季為傳統淡季，而今年半導體產品因拉貨遞延第四季可望持平，面板部分則因主要客戶在今年 2H17 較無新產能開出，預期仍維持過去第四季淡季的狀況。整體而言，預期華立 4Q17 營收季減 0~5%。

項目(百萬元)	4Q'17(E)	1Q'18(F)	2Q'18(F)	3Q'18(F)	2016	2017(E)	2018(F)
營業收入	11,142	10,045	10,967	12,762	39,542	42,156	45,962
稅前盈餘	526	472	520	598	1,572	1,942	2,196
稅後盈餘(母公司業主)	352	335	324	431	1,045	1,331	1,493
營收成長率%(QoQ/YoY)	-4.86	-9.84	9.17	16.37	-1.25	6.61	9.02
毛利率(%)	9.14	9.31	9.19	9.10	9.49	9.29	9.16
營益率(%)	3.58	3.29	3.52	3.50	3.64	3.56	3.52
稅後盈餘成長率%(QoQ/YoY)	-15.59	-4.58	-3.39	32.93	-7.50	27.34	12.12
每股盈餘 EPS(元)	1.47	1.40	1.35	1.80	4.52	5.64	6.22

EPS 以稀釋後股本 23.99 億元計算

買進 -中立轉買進

目標價：70 元 +24.3%

收盤價：56.30 元

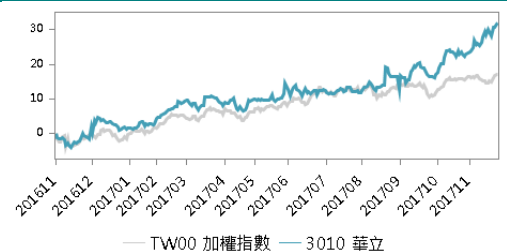
報告日期	評等	目標價
2017/11/27	買進	70 元
2017/07/28	中立	54 元

	國泰	市場	差異
目標價	70	--	--
2017 EPS	5.64	5.28	6.8%
2018 EPS	6.22	5.35	16.3%
現在 P/E	9.05	10.52	

公司資訊

市值(百萬元)	13,030
自由流通股數比例(free float; %)	68.77
20 日平均成交量(百萬元)	40
每股淨值(元)	42.7
股價淨值比(倍)	1.31
現金股利率(%)	4.61
股東權益報酬率(%)	10.60
外資持股比率(%)	26.19

股價相對大盤表現



蔡昌儒
半導體、設備
+886-2-2326-9899#1725
roy0215@cathayfut.com.tw



訪談內容

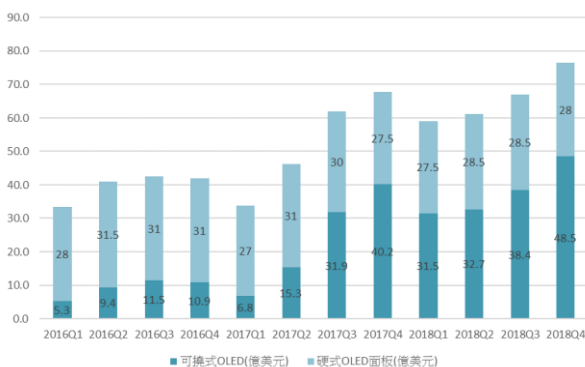
華立所代理的塑膠產品多為日本知名大廠，高階機能塑膠在大中華區仍維持龍頭代理商地位，預期 2018 年仍可維持雙位數的穩健成長動能

華立的塑膠產品主要代理包括住友、旭化成、Kurary 等廠商產品，因塑膠應用範圍持續擴大，在手機領域包括鏡頭、天線等塑膠用量近年持續提升，且因高機能塑膠因其耐用性、耐高溫等性能持續提升，在車用領域也取代部分金屬材料，預估華立在 2018 年高機能塑膠產品仍可維持約 10% 的穩健成長動能。

OLED 產品線成長動能強 3Q17 年增超過 1 倍，明年預期持續大幅成長

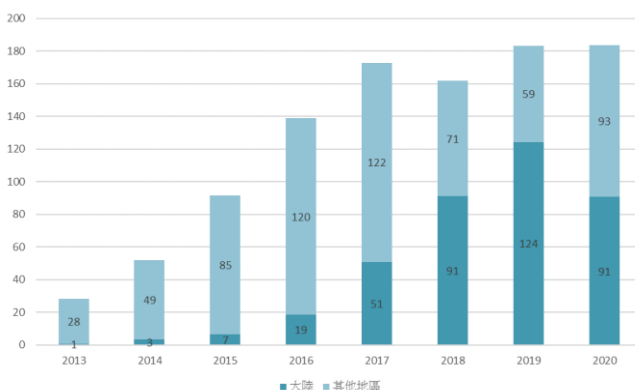
華立近年開始布局 AMOLED 的設備與材料，主要供應商為 LANTEC、達運與瑞鼎等等，代理區域與過去產品相同為大中華區，受惠大陸客戶今年拉貨動能初步轉強，上半年成長率已超過 4 成，3Q17 成長動能更持續拉高到超過 1 倍，目前佔整體營收比重研究部推估已超過 2%，不過因公司主要客戶今年並未明顯增加 AMOLED 產能，研究部預期明年該客戶將有新產能開出下，且大陸 OLED 領域的投資仍處於爬坡階段，因此研究部仍樂觀看待華立的 AMOLED 營收明年可望較今年再度倍增。不過因面板產品代理的毛利率較低，預估華立明年毛利率會略受壓抑，區間約在 9~9.5%。

圖一、可撓式 OLED 與硬式 OLED 面板營收



資料來源:國泰證期研究部預估整理

圖二、OLED 面板投資金額預估(億美元)



資料來源: Digitime Research、IHS MARKET、國泰證期顧問處預估整理



塑膠產品與面板產品動能優於預期，且業外貢獻持續提升，3Q17 獲利優於預期

高機能塑膠產品與面板產品拉貨動能強，分別優研究部原預估數字約 10%與 20%，3Q17 分別額外貢獻營收約 6 億元與 4 億元，另長華電材因與子公司共同併購日商住友金屬導線架部門後今年本業獲利大幅好轉，也使華立權益法認列之投資收益優於原本預期。

表一、3Q17 公告數字與預估差異

		3Q17			
		實際	原預估	Var (%)	差異原因
營業收入	NT\$m	11,711	10,608	10.4%	塑膠與FPD產品優於原預期
營業毛利	NT\$m	1,075	1,017	5.7%	FPD產品略為壓抑整體毛利率
營業利益	NT\$m	433	393	10.0%	
稅前純益	NT\$m	568	486	17.0%	來自長華電材與塑膠業外貢獻較原預期高
EPS	NT\$	1.74	1.44	20.8%	3Q17稅率較低，但4Q17會拉高，全年與原預估差不多
毛利率	%	9.2%	9.6%		
營業利益率	%	3.7%	3.7%		
稅前淨利率	%	4.9%	4.6%		

資料來源:國泰證期研究部預估整理

上調 2018 年營收預期約 10%，主因塑膠產品部分應用滲透率提高與 OLED 產品未來潛力大

華立的塑膠產品受惠手機天線、鏡頭塑膠用量增加，並且在車用領域取代金屬材料，因其耐用度提升，部分較小的車用鏡頭也可以採用，研究部預期明年可維持與今年相當的雙位數成長動能，OLED 則會受惠明後兩年大陸 OLED 產能大幅開出，預期明年可望倍增。另外因長華電材 3Q17 營業利益年增 3 倍，認為併購日商效益顯現，未來可穩定貢獻華立業外，故將明年預估 EPS 5.14 上調至 6.22 元

表二、財務 model 修正

		2017E			2018E			
		修正後	修正前	Var (%)	修正後	修正前	Var (%)	
營業收入	NT\$m	42,156	40,613	3.8%	45,962	41,877	9.8%	塑膠產品成長動能優於預期，OLED產品能減度提高
營業毛利	NT\$m	3,916	3,897	0.5%	4,210	4,015	4.9%	
營業利益	NT\$m	1,501	1,499	0.1%	1,616	1,556	3.9%	
稅前純益	NT\$m	1,942	1,795	8.2%	2,196	1,780	23.4%	上調長華電材與塑膠明年業外貢獻
EPS	NT\$	5.64	5.22	8.0%	6.22	5.14	21.0%	
毛利率	%	9.3%	9.6%		9.2%	9.6%		
營業利益率	%	3.6%	3.7%		3.5%	3.7%		
稅前純益率	%	4.6%	4.4%		4.8%	4.2%		

資料來源:國泰證期研究部預估整理



公司簡介

華立為大中華區重要的半導體材料通路商之一，主要的客戶有台積電、美光、鴻海，客戶比重分散，最大客戶佔營收低於 10%，其主要產品可分為：

(1)高機能工程塑膠：代理的產品為工程塑膠粒、光學塑料等，在大中華區市占率最高，毛利率優於公司整體平均，近年新切入的產品包括 USB-C 連接線、DDR4 插槽、抽痰管、奈米注塑手機機殼上的塑膠條(用於接收訊號)及車用產品等。主要供應商為住友化學、三菱化學、旭化成、KURARAY 等。

(2) PCB 材料與設備：主要代理的產品包括 Dry film、CCL、PCB 設備、PCB 的光阻等等，主要供應商包括旭化成、Panasonic、ORC 等。

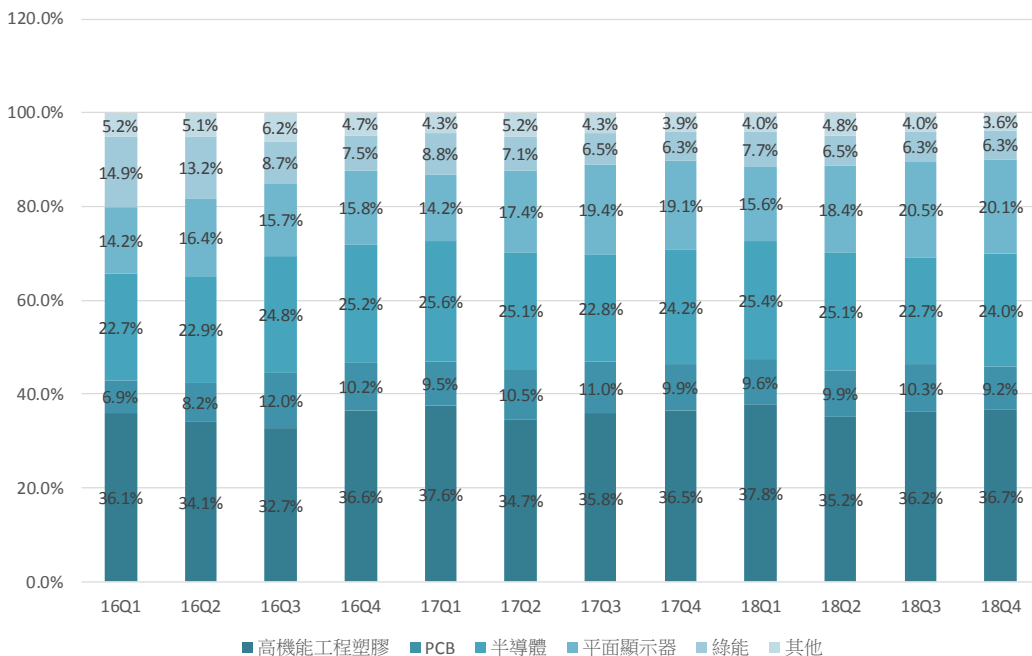
(3)半導體類材料：主要代理的產品包括光阻液、研磨液、去光阻液、製程用化學品、電子級特殊氣體等。主要供應商包括 JSR、杜邦、三菱化學、實聯等。

(4)平面顯示器：主要代理的產品包括時序控制器、面板的 Cell(還沒+IC)、主板、Driver IC 等。主要供應商包括 MegaChip 等。公司近年也開始代理 OLED 的耗材與設備，主要供應商為 LANTEC、達運、瑞鼎等。

(5)綠能：主要代理的產品包括銀漿、LED、LED 材料、二次電池材料、磷酸鋰鐵電池、正極負極材料等，主要供應商有碩禾、住友化學、榮創等。

(6)其他類產品：公司還代理包括冷媒、FRP、玻璃纖維等產品。主要供應商有 Honeywell 等。

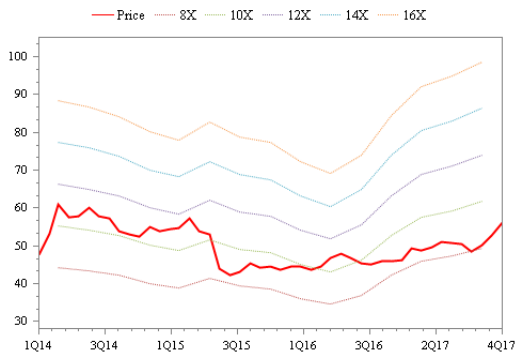
圖三、公司產品組合變化



資料來源:公司、國泰證期研究部預估整理



圖、Forward PER 趨勢



資料來源:國泰證期研究部預估

損益表

至 12 月 31 日(百萬元)	2013	2014	2015	2016	2017E	2018F
營業收入	34,398	39,901	40,044	39,542	42,156	45,962
營業成本	31,294	36,327	36,382	35,787	38,240	41,752
營業毛利	3,104	3,574	3,661	3,754	3,916	4,210
營業費用	2,085	2,305	2,320	2,315	2,414	2,594
營業利益	1,019	1,269	1,342	1,439	1,501	1,616
營業外收入與支出	620	499	313	132	441	580
其他收入	196	189	167	129	84	129
其他利益與損失	199	85	-168	-95	-25	39
財務成本	81	107	107	108	98	107
權益法認列之投資損益	305	332	421	206	480	518
其他項目	0	0	0	0	0	0
稅前純益	1,639	1,768	1,655	1,572	1,942	2,196
所得稅費用	400	400	426	426	480	550
稅後純益	1,239	1,368	1,228	1,146	1,462	1,646
母公司業主- 稅後純益	1,159	1,278	1,130	1,045	1,331	1,493
非控制權益- 稅後純益	80	90	98	101	131	154
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,104	1,367	1,437	1,547	1,611	1,733
每股盈餘 (元)	5.01	5.52	4.88	4.52	5.64	6.22

資料來源:公司資料及國泰預估



資產負債表

12月31日(百萬元)	2013	2014	2015	2016	3Q2017
資產總額	23,137	26,318	26,731	24,918	26,221
流動資產	17,074	19,207	18,857	17,416	18,600
現金及短期投資	3,339	2,730	2,435	2,751	1,971
存貨	3,081	3,567	4,041	3,173	3,662
應收帳款及票據	9,473	11,148	11,029	10,934	11,828
其他流動資產	1,181	1,762	1,352	557	1,139
非流動資產	6,064	7,112	7,874	7,503	7,622
長期投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,344	1,800	2,482	2,322	1,846
什項資產	4,719	5,311	5,392	5,180	5,775
負債總額	13,532	15,851	16,007	14,080	14,905
流動負債	10,793	12,505	11,295	10,815	10,982
應付帳款及票據	5,045	5,195	5,654	5,476	5,641
短期借款	5,116	6,616	4,969	4,649	4,379
什項負債	633	693	672	691	963
長期負債	2,739	3,347	4,711	3,265	3,923
長期借款	1,800	2,290	3,552	2,073	2,690
其他負債及準備	939	1,057	1,159	1,192	1,233
股東權益總額	9,605	10,467	10,725	10,838	11,316
股本	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314
資本公積	1,161	1,183	1,183	1,183	1,183
保留盈餘	4,994	5,619	5,970	6,430	6,733
其他權益	1,137	1,351	1,258	911	1,087

資料來源:公司資料及國泰預估

現金流量表

至12月31日(百萬元)	2013	2014	2015	2016	3Q2017
營業活動之現金流量	874	-551	1,365	2,570	-506
稅前純益	1,639	1,768	1,655	1,572	568
折舊及攤提	85	98	95	108	29
本期運用資金變動	-629	-1,991	-307	960	-556
其他營業活動現金流量	-221	-427	-78	-69	-547
投資活動之現金流量	55	-1,101	-539	848	199
資本支出淨額	-429	-535	-650	-351	-49
本期長期投資變動	485	-566	111	1,198	248
其他資產變動	0	0	0	0	0
籌資活動之現金流量	251	1,015	-1,218	-2,662	127
現金增資	0	0	0	0	0
本期負債變動	1,914	2,319	155	-1,926	964
發放現金股利	-578	-694	-764	-625	0
其他長期負債	-1,084	-610	-609	-110	-837
匯率調整數	227	140	5	-391	91
自由現金流量	445	-1,086	715	2,219	-555
本期產生現金流量	1,408	-498	-387	365	-89

資料來源:公司資料及國泰預估



資產負債表主要財務報表分析

至 12 月 31 日(百萬元)	2013	2014	2015	2016	3Q2017
年成長率(%)					
營業收入	9.0	16.0	0.4	-1.3	15.4
營業利益	20.8	24.6	5.7	7.3	16.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	18.8	23.9	5.1	7.7	15.6
稅後純益	17.4	10.2	-11.6	-7.5	56.9
每股盈餘	17.4	10.2	-11.6	-7.5	56.9
獲利能力分析(%)					
營業毛利率	9.0	9.0	9.1	9.5	9.2
營業利益率	3.0	3.2	3.4	3.6	3.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	3.2	3.4	3.6	3.9	3.9
稅後純益率	3.4	3.2	2.8	2.6	3.6
資產報酬率	5.3	5.2	4.3	4.1	1.6
股東權益報酬率	13.6	13.8	11.6	10.6	4.2
穩定 / 償債能力分析					
負債/資產(%)	58.5	60.2	59.9	56.5	56.8
淨負債比率(%)	32.4	55.1	54.0	31.2	41.9
利息保障倍數(X)	21.3	17.5	16.5	15.6	23.5
利息及短期債保障倍數	0.4	0.3	0.5	0.7	0.2
現金流量 / 利息保障倍數(X)	10.8	-5.1	12.8	23.8	-20.0
現金流量 / 利息,短債保障倍數(X)	0.2	-0.1	0.4	1.1	-0.2
流動比率(%)	158.2	153.6	167.0	161.0	169.4
速動比率(%)	127.7	121.8	127.1	127.9	126.8
淨負債(百萬元)	2,886	5,319	5,282	3,083	4,314
每股資料分析(元)					
每股盈餘	5.0	5.5	4.9	4.5	1.8
每股現金流量	3.8	-2.4	5.9	11.1	-2.2
每股淨值	38.4	41.7	42.3	42.7	44.4
每股營收	148.7	172.4	173.1	170.9	50.6
每股稅前息前折舊攤銷前淨利	4.8	5.9	6.2	6.7	2.0
每股現金股利	3.0	3.3	2.7	2.6	--

資料來源:公司資料及國泰預估



研究部

王誌霖
台股策略、總經
+886-2-2326-9899#1600
stephenw@cathayfut.com.tw

何緯婷
總經
+886-2-2326-9899#9835
lauraho@cathayfut.com.tw

尚子玉
晶圓代工、IC設計
+886-2-2326-9899#1106
sherman@cathayfut.com.tw

黃琳証
手機通訊、PCB
+886-2-2326-9899#3954
al.huang@cathayfut.com.tw

黃宣越
面板、LED、被動元件
+886-2-2326-9899#1751
anthony06@cathayfut.com.tw

李朋潤
網通、光通訊、IC封測
+886-2-2326-9899#9814
pengjunlee@cathayfut.com.tw

蔡昌儒
半導體、設備
+886-2-2326-9899#1725
roy0215@cathayfut.com.tw

吳宗翰
遊戲
+886-2-2326-9899#9812
hank116107@cathayfut.com.tw

邢雅蕾
塑膠、紡織、橡膠
+886-2-2326-9899#1601
rae.hsing@cathayfut.com.tw

張伯瑜
金融、其它
+886-2-2326-9899#1749
j50611jack@cathayfut.com.tw

陳冠均
消費、工業
+886-2-2326-9899#1145
kc.chen@cathayfut.com.tw

林美君
生技、水泥
+886-2-2326-9899#1752
meira.lin@cathayfut.com.tw

王冠舜
助理研究員
+886-2-2326-9899#1118
shunwang@cathayfut.com.tw

楊其輝
助理研究員
+886-2-2326-9899#9856
ethanyang@cathayfut.com.tw

葉崑陞
研究員
+886-2-2326-9899#1142
paulveh@cathayfut.com.tw

張瀚文
研究員
+886-2-2326-9899#3955
fchang@cathayfut.com.tw

投資評等定義

英文評等	中文評等	潛在報酬率
STRONG BUY	強力買進	> +30%
BUY	買進	介於+15% ~ +30%
NEUTRAL	中立	介於-15% ~ +15%
SELL	賣出	< -15%

註:潛在報酬率=(6個月內目標價/本次報告評等最近一天收盤價 - 1) * 100

免責聲明

本報告僅為本公司提供客戶之一般參考資料，並非針對客戶之特定需求所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有客戶或投資人，讀者應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。

本報告係根據本公司所取得資訊加以彙集及研究分析，本公司雖盡力使用可靠且廣泛的資訊，但本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，適後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的物價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，如營收及目標價格，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。從事特定交易，如涉及期貨、選擇權及衍生性金融商品，因具有高度風險並不適合每一個投資人。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融控股公司所屬子公司暨關係企業(以下稱“國泰金融集團”)從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國泰金融集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。國泰金融集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。除此之外，國泰金融集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性

金融商品之標的。國泰金融集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。國泰金融集團的資產管理、自營及其他投資業務所做的投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。