

2019年1月22日

研究員：李佩珊 [alice.li@capital.com.tw](mailto:alice.li@capital.com.tw)

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

## 華立(3010 TT)

中立

### 近期報告日期、評等及前日股價

11/01/2018	買進	48.40 元
08/01/2018	買進	53.60 元

### 公司基本資訊

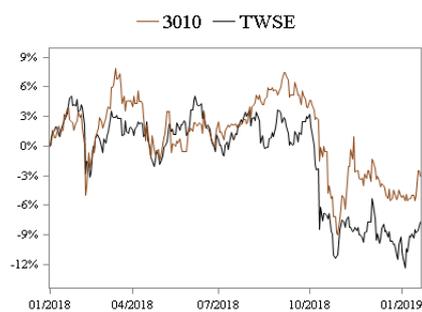
目前股本(百萬元)	2,314
市值(億元)	117
目前每股淨值(元)	46.31
外資持股比(%)	26.88
投信持股比(%)	0.05
董監持股比(%)	11.30
融資餘額(張)	1,220
現金股息配發率(F)(%)	57.98

### 產品組合



- 電子資訊產業:36.00%
- 半導體產業:24.00%
- 平面顯示器產業:18.00%
- 其他:22.00%

### 股價相對大盤走勢



資通材料平面顯示器穩定成長。

**投資建議：**資通材料及平面顯示器穩定成長，整體毛利率因平面顯示器出貨增加而減少，使獲利僅有小幅度的成長，投資建議調整為中立。

**2018年營收529.35億元，YoY+23.35%，其中以平面顯示器成長幅度最高，YoY+76.12%：**平面顯示器包括偏光片、顯示器相關材料

及 OLED 材料，其中偏光片營收佔比約 10%。除了受惠中國面板產能陸續開出，偏光片及 OLED 相關材料穩定成長外，自 2017 年開始小量代理出貨中國客戶的次世代電子產品，在終端市場銷售狀況良好下維持穩定出貨，目前佔平面顯示器營收的比重約為 70%，雖以成品出貨後續所需的技術支援不若其他產品線而仍對公司有獲利，但也影響整體毛利率的表現，3Q18 的毛利率因此降至 7.24%。

**2018年資通材料營收為232.09億元，YoY+16.43%：**資通材料主要包括高機能工程塑膠及 PCB 製程設備及材料，佔比約為 80% 及 20%。高機能工程塑膠因其特殊用途且效能表現好，故價格不易有大波動，近期成長主要由手機/車用鏡頭模組新增的鏡片需求所帶動。PCB 材料部分包括 CCL、乾膜(dry film)、PCB 設備機台，佔比約為 20%、40%及 40%。乾膜類似工程塑膠，為技術門檻較高產品，價格同樣不易有大波動，未來亦預期在 5G 趨勢下所代理的 CCL 及乾膜類產品仍將持續成長。

**半導體材料難有大成長，綠能新業務可望有更多的營收貢獻：**以半導體及綠能來看，2018 年營收成長幅度較小，約為 4%。在 2019 年的半導體市場狀況趨緩下，估計半導體相關材料也難有大成長；而綠能產品部分，公司自 2018 年開始新增小部分業務，主要負責電站上中下游所需材料及零件的採購，估計 2019 年將有更多的營收貢獻。整體而言，群益預估 2019 年營收達 565.21 億元，YoY+6.77%，稅後獲利為 14.85 億元，YoY+9.45%，稅後 EPS 為 6.42 元。

(百萬元)	2017	2018F	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	42,916	52,935	56,521	11,901	11,640	13,408	14,318	13,568	12,630	14,092	15,107	14,693
營業毛利淨額	3,917	4,233	4,363	1,020	1,043	1,127	1,037	1,025	1,012	1,095	1,115	1,142
營業利益	1,460	1,815	1,907	357	458	495	444	418	428	485	509	485
稅後純益	1,410	1,357	1,485	430	155	436	398	367	312	339	428	405
稅後 EPS(元)	6.09	5.86	6.42	1.86	0.67	1.89	1.72	1.59	1.35	1.47	1.85	1.75
毛利率(%)	9.13%	8.00%	7.72%	8.57%	8.96%	8.41%	7.24%	7.56%	8.01%	7.77%	7.38%	7.77%
營業利率(%)	3.40%	3.43%	3.37%	3.00%	3.94%	3.69%	3.10%	3.08%	3.39%	3.44%	3.37%	3.30%
稅後純益率(%)	3.28%	2.56%	2.63%	3.61%	1.33%	3.25%	2.78%	2.71%	2.47%	2.41%	2.83%	2.76%
營業收入 YoY/QoQ(%)	8.53%	23.35%	6.77%	1.62%	-2.19%	15.19%	6.79%	-5.24%	-6.92%	11.58%	7.20%	-2.74%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	34.83%	-3.73%	9.45%	3.20%	-63.92%	181.45%	-8.75%	-7.80%	-14.93%	8.68%	26.04%	-5.24%

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。

2019年1月22日

公司介紹：

華立為電子材料通路商，代理產品有資通材料(包括高機能工程塑膠粒及PCB設備及材料)、半導體相關耗材、綠能相關產品、面板材料等。就2018年累積前3季營收來看，資通材料佔44%、半導體佔20%、平面顯示器(FPD)佔25%、綠能佔7%、其他佔4%。

表一、產品組合及成長率

2018年	%	YoY(%)
資通材料	44	16.43
半導體	20	4.24
平面顯示器	26	76.12
綠能	6	4.04
其他	4	13.57
	100	23.35

資料來源：公司資料、群益投顧彙整

就銷售區域來看，台灣佔34.22%、中國佔52.12%、其他佔13.66%。公司前兩大客戶為台積電(2330 TT)及鴻海(2317 TT)，營收佔比皆未達10%。

**2018年營收529.35億元，YoY+23.35%，其中以平面顯示器成長幅度最高，YoY+76.12%：**

2018年營收達529.35億元，YoY+23.35%，其中以平面顯示器成長幅度最高，YoY+76.12%。平面顯示器包括偏光片、顯示器相關材料及OLED材料，其中偏光片營收佔比約10%。除了受惠中國面板產能陸續開出，偏光片及OLED相關材料穩定成長外，自2017年開始小量代理出貨中國客戶的次世代電子產品，在終端市場銷售狀況良好下維持穩定出貨，目前佔平面顯示器營收的比重約為70%，雖以成品出貨後續所需的技術支援不若其他產品線而仍對公司有獲利，但也影響整體毛利率的表現，3Q18的毛利率因此降至7.24%。

**2018年資通材料營收為232.09億元，YoY+16.43%：**

2018年資通材料營收為232.09億元，YoY+16.43%，主要包括高機能工程塑膠及PCB製程設備及材料，佔比約為80%及20%。高機能塑膠特性為耐高溫、耐衝擊、抗酸鹼等，因此毛利較高且發展性廣，下游應用則包括電腦零組件、機殼、連接器插槽、機構元件、車用零組件等。華立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，因效能表現好，故價格也不易有大波動。近期成長主要由手機/車用鏡頭模組新增的鏡片需求所帶動。PCB材料部分包括CCL、乾膜(dry film)、PCB設備機台，佔比約為20%、40%及40%。乾膜類似工程塑膠，為技術門檻較高產品，價格同樣不易有大波動，未來亦預期在5G趨勢下所代理的CCL及乾膜類產品仍將持續成長。

**半導體材料難有大成長，綠能新業務可望有更多的營收貢獻：**

以半導體及綠能來看，2018年營收成長幅度較小，約為4%。在2019年的半導體市場狀況趨緩下，估計半導體相關材料也難有大成長；而綠能產品

2019年1月22日

部分，公司自2018年開始新增小部分業務，主要負責電站上中下游所需材料及零件的採購，估計2019年將有更多的營收貢獻。

展望2019年，資通材料代理產品的獨特性除了可維持高毛利外，亦可穩定成長，平面顯示器裡其他面板相關材料出貨部分雖受惠於中國面板產能開出，但因次世代電子產品穩定出貨下而影響整體毛利率表現，使整體獲利僅有小幅成長。

整體而言，群益預估2019年營收達565.21億元，YoY+6.77%，稅後獲利為14.85億元，YoY+9.45%，稅後EPS為6.42元。

### 投資建議：

資通材料及平面顯示器穩定成長，整體毛利率因平面顯示器出貨增加而減少，使獲利僅有小幅度的成長，投資建議調整為中立。

## 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

2019年1月22日

## 資產負債表

(百萬元)	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>資產總計</b>	26,731	24,918	27,332	34,489	35,312
流動資產	18,857	17,416	19,843	27,545	23,308
現金及約當現金	2,100	2,466	2,450	3,634	2,993
應收帳款及票據	11,029	10,934	12,605	16,432	14,548
存貨	4,041	3,173	3,812	4,226	5,017
採權益法之投資	4,464	4,220	4,373	3,939	7,957
不動產、廠房設備	2,482	2,322	1,983	1,983	1,983
<b>負債總計</b>	<b>16,007</b>	<b>14,080</b>	<b>15,491</b>	<b>21,912</b>	<b>21,897</b>
流動負債	11,295	10,815	11,680	15,199	15,941
應付帳款及票據	6,316	6,335	6,324	9,210	8,827
非流動負債	4,711	3,265	3,811	3,827	3,453
<b>權益總計</b>	10,725	10,838	11,841	12,577	13,415
普通股股本	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314
保留盈餘	5,905	6,318	7,110	7,846	8,684
母公司業主權益	9,789	9,886	10,786	11,379	12,078
<b>負債及權益總計</b>	<b>26,731</b>	<b>24,918</b>	<b>27,332</b>	<b>34,489</b>	<b>35,312</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>營業活動現金</b>	1,365	2,570	-897	-823	6,542
稅前純益	1,655	1,572	1,970	2,069	2,100
折舊及攤銷	95	108	111	107	106
營運資金變動	79	983	-2,321	-1,355	710
其他營運現金	-463	-93	-657	-1,644	3,627
<b>投資活動現金</b>	-539	848	438	87	-1,062
資本支出淨額	-649	36	-80	-25	-20
長期投資變動	-358	68	490	0	0
其他投資現金	468	744	29	112	-1,042
<b>籌資活動現金</b>	-1,218	-2,662	629	1,919	-6,122
長借/公司債變動	1,254	-519	-398	15	-373
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-764	-625	-602	-764	-787
其他籌資現金	-1,708	-1,517	1,628	2,667	-4,962
<b>淨現金流量</b>	-387	365	-15	1,184	-642
<b>期初現金</b>	2,487	2,100	2,466	2,450	3,634
<b>期末現金</b>	2,100	2,466	2,450	3,634	2,993

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>營業收入淨額</b>	40,044	39,542	42,916	52,935	56,521
營業成本	36,382	35,787	38,999	48,702	52,158
<b>營業毛利淨額</b>	3,661	3,754	3,917	4,233	4,363
營業費用	2,320	2,315	2,457	2,417	2,456
<b>營業利益</b>	1,342	1,439	1,460	1,815	1,907
<b>EBITDA</b>	1,794	1,765	2,179	2,257	2,270
業外收入及支出	313	132	510	254	193
<b>稅前純益</b>	1,655	1,572	1,970	2,069	2,100
所得稅	426	426	432	570	475
<b>稅後純益</b>	1,130	1,045	1,410	1,357	1,485
稅後 EPS(元)	4.88	4.52	6.09	5.86	6.42
完全稀釋 EPS**	4.88	4.52	6.09	5.86	6.42

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 23.14 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	0.36%	-1.25%	8.53%	23.35%	6.77%
營業毛利淨額	2.45%	2.54%	4.33%	8.06%	3.08%
營業利益	5.73%	7.27%	1.42%	24.34%	5.05%
稅後純益	-11.56%	-7.50%	34.83%	-3.73%	9.45%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	9.14%	9.49%	9.13%	8.00%	7.72%
EBITDA(%)	4.48%	4.46%	5.08%	4.26%	4.02%
營益率	3.35%	3.64%	3.40%	3.43%	3.37%
稅後純益率	2.82%	2.64%	3.28%	2.56%	2.63%
總資產報酬率	4.23%	4.20%	5.16%	3.93%	4.21%
股東權益報酬率	10.54%	9.65%	11.90%	10.79%	11.07%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	59.88%	56.51%	56.68%	63.53%	62.01%
負債/淨值比(%)	149.25%	129.91%	130.82%	174.22%	163.22%
流動比率(%)	166.95%	161.03%	169.89%	181.23%	146.22%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	38.17	36.79	32.69	30.12	32.34
應收帳款天數	101.07	101.37	100.10	100.11	100.03

2019年1月22日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F
營業收入淨額	11,711	11,901	11,640	13,408	14,318	13,568	12,630	14,092	15,107	14,693	12,971	14,585
營業成本	10,636	10,881	10,597	12,281	13,281	12,543	11,618	12,997	13,992	13,551	11,945	13,443
營業毛利淨額	1,075	1,020	1,043	1,127	1,037	1,025	1,012	1,095	1,115	1,142	1,026	1,142
營業費用	642	662	585	633	592	608	583	610	606	657	589	661
營業利益	433	357	458	495	444	418	428	485	509	485	437	481
業外收入及支出	135	197	-1	113	81	61	13	44	70	66	22	43
稅前純益	568	554	457	608	526	479	441	528	579	551	459	525
所得稅	114	93	263	127	98	81	93	145	122	116	96	147
稅後純益	417	430	155	436	398	367	312	339	428	405	327	334
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)	1.80	1.86	0.67	1.89	1.72	1.59	1.35	1.47	1.85	1.75	1.41	1.44
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	9.18%	8.57%	8.96%	8.41%	7.24%	7.56%	8.01%	7.77%	7.38%	7.77%	7.91%	7.83%
營業利益率(%)	3.69%	3.00%	3.94%	3.69%	3.10%	3.08%	3.39%	3.44%	3.37%	3.30%	3.37%	3.30%
稅後純益率(%)	3.56%	3.61%	1.33%	3.25%	2.78%	2.71%	2.47%	2.41%	2.83%	2.76%	2.52%	2.29%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	15.78%	1.62%	-2.19%	15.19%	6.79%	-5.24%	-6.92%	11.58%	7.20%	-2.74%	-11.72%	12.45%
營業利益	25.77%	-17.41%	28.27%	7.94%	-10.16%	-6.04%	2.52%	13.23%	5.02%	-4.76%	-9.85%	10.11%
稅前純益	28.01%	-2.42%	-17.56%	33.02%	-13.50%	-9.00%	-7.85%	19.84%	9.55%	-4.78%	-16.73%	14.33%
稅後純益	53.89%	3.20%	-63.92%	181.45%	-8.75%	-7.80%	-14.93%	8.68%	26.04%	-5.24%	-19.45%	2.19%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	15.35%	14.98%	26.68%	32.56%	22.26%	14.01%	8.50%	5.10%	5.51%	8.29%	2.70%	3.50%
營業利益	16.47%	-9.55%	40.67%	43.80%	2.72%	16.86%	-6.59%	-2.01%	14.54%	16.10%	2.09%	-0.71%
稅前純益	39.66%	55.52%	13.15%	36.98%	-7.44%	-13.68%	-3.51%	-13.08%	10.09%	15.19%	4.08%	-0.70%
稅後純益	56.89%	76.10%	-46.99%	61.25%	-4.38%	-14.58%	101.44%	-22.22%	7.44%	10.42%	4.55%	-1.69%

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。