

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

前日收盤價	56.60 元
目標價	
3 個月	67.00 元
12 個月	67.00 元

## 華立(3010 TT)

買進

### 近期報告日期、評等及前日股價

09/04/2019	中立	53.20 元
07/17/2019	中立	53.00 元
01/22/2019	中立	50.70 元
11/01/2018	買進	48.40 元
08/01/2018	買進	53.60 元

資通材料及半導體重返成長軌道，上調評等至買進。

**投資建議：**5G 趨勢及半導體高階製程的需求帶動下，資通材料及半導體可望重返成長軌道，帶動整體毛利率的正向發展，給予買進投資建議，目標價為 67 元(PER9x2020EPS)。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,314
市值(億元)	131
目前每股淨值(元)	48.55
外資持股比(%)	25.17
投信持股比(%)	0.03
董監持股比(%)	11.30
融資餘額(張)	519
現金股息配發率(%)	54.98

### 3Q19 資通材料恢復成長，達雙位數季成長及年成長：3Q19 營收

145.59 億元，YoY+1.68%，稅後純益 4.49 億元，YoY+12.67%，3Q19 毛利率成長為 7.92%，主要由資通材料出貨增加所帶動，1Q19 受貿易戰影響下游客戶因未來訂單的不確定性升高而降低其庫存水位，使得資通材料的營收有較大幅度的衰退，3Q19 營收達雙位數季成長及年成長的表現。資通材料裡高機能工程塑膠及 PCB 製程設備及材料佔比約為 78%及 22%，預期未來在 5G 趨勢及半導體高階製程的需求帶動下，所代理的 CCL 及乾膜類產品仍將持續成長，其中 CCL 在 2019 年前 3 季營收成長高達 11%。

### 產品組合



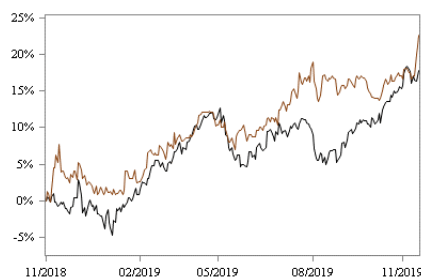
- 電子資訊產業:35.00%
- 平面顯示器產業:26.00%
- 半導體產業:20.00%
- 其他:19.00%

### 平面顯示器以 2Q19 為出貨高峰，累計前 3 季成長幅度達 21.5%：

平面顯示器包括偏光片、顯示器相關材料及 OLED 材料及針對中國面板組裝客戶提供上游原料採購及下游半成品的代理販售服務。累計前 3 季平面顯示器成長幅度達 21.5%，主要來自次世代電子產品的穩定出貨，終端市場主要為歐、美、加的教育及商用領域，未來在中國面板產能陸續開出下，偏光片及 OLED 相關材料如驅動 IC、金屬遮罩、及新增代理的偏光板及光阻液等亦將陸續增加其出貨量，近期 OLED 相關材料營收佔比自 2018 年的 5~7%升至約 8%。

### 股價相對大盤走勢

— 3010 — TWSE



展望 2020 年，在 5G 趨勢及半導體高階製程的需求帶動下，資通材料及半導體可望重返成長軌道，帶動整體毛利率的正向發展，平面顯示器則受惠中國面板產能陸續開出下使其代理面板相關材料及新增代理產品而出貨持續成長。整體而言，群益預估 2020 年營收為 578.81 億元，YoY+6.87%，稅後獲利為 17.31 億元，YoY+13.63%，稅後 EPS 為 7.48 元。

(百萬元)	2018	2019F	2020F	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F
營業收入淨額	52,935	54,162	57,881	14,318	13,568	12,066	14,041	14,559	13,496	12,678	15,426	15,755
營業毛利淨額	4,210	4,200	4,508	1,037	1,003	918	1,081	1,154	1,047	998	1,189	1,223
營業利益	1,747	1,628	1,797	444	350	323	429	465	410	405	469	484
稅後純益	1,346	1,523	1,731	398	356	315	344	449	415	412	438	444
稅後 EPS(元)	5.82	6.58	7.48	1.72	1.54	1.36	1.49	1.94	1.79	1.78	1.89	1.92
毛利率(%)	7.95%	7.76%	7.79%	7.24%	7.39%	7.61%	7.70%	7.92%	7.76%	7.87%	7.71%	7.76%
營業利率(%)	3.30%	3.01%	3.10%	3.10%	2.58%	2.68%	3.05%	3.19%	3.04%	3.19%	3.04%	3.07%
稅後純益率(%)	2.54%	2.81%	2.99%	2.78%	2.63%	2.61%	2.45%	3.08%	3.08%	3.25%	2.84%	2.82%
營業收入 YoY/QoQ(%)	23.35%	2.32%	6.87%	6.79%	-5.24%	-11.07%	16.37%	3.68%	-7.30%	-6.06%	21.67%	2.13%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-4.51%	13.17%	13.63%	-8.75%	-10.56%	-11.55%	9.29%	30.31%	-7.50%	-0.75%	6.21%	1.57%

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11月19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2019年累積前10月營收來看，資通材料佔43.0%、半導體佔19.4%、平面顯示器(FPD)佔29.0%、綠能佔4.0%、其他佔4.7%。

**表一、產品組合及營收**

2019年1~10月	營收(MNTD)	%
資通材料	19,459	43.0
半導體	8,802	19.4
平面顯示器	13,120	29.0
綠能	1,802	4.0
其他	2,117	4.7
	45,300	100

資料來源：公司資料、群益投顧彙整

就2019年累積前10月銷售區域來看，台灣佔49%、中國佔46%、新加坡及泰國各佔2%及3%。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%。

**3Q19 資通材料恢復成長，達雙位數季成長及年成長：**

3Q19 營收 145.59 億元，YoY+1.68%，稅後純益 4.49 億元，YoY+12.67%，毛利率自 1Q19 的 7.61%、2Q19 的 7.70% 成長至 3Q19 的 7.92%，主要由資通材料出貨增加所帶動，1Q19 受貿易戰影響下游客戶因未來訂單的不確定性升高而降低其庫存水位，使得資通材料的營收有較大幅度的衰退，3Q19 營收達雙位數季成長及年成長的表現。資通材料裡高機能工程塑膠及 PCB 製程設備及材料佔比約為 78% 及 22%，PCB 材料又包括 CCL、乾膜(dry film)、PCB 設備機台，佔比約為 20%、40% 及 40%，預期未來在 5G 趨勢及半導體高階製程的需求帶動下，所代理的 CCL 及乾膜類產品仍將持續成長，其中 CCL 在 2019 年前 3 季營收成長更高達 11%。

**表二、產品營收及成長率**

	1Q~3Q19		3Q19	
	Rev %	YoY	YoY	QoQ
資通材料	42.4	-0.8	10.3	16.0
半導體	19.3	-0.7	1.75	5.58
平面顯示器	29.4	21.5	-1.4	-8.9
綠能	4.1	-33	-50.0	-32.0
其他	4.7	13.4	10.4	5.9

資料來源：公司資料、群益投顧彙整

**平面顯示器以 2Q19 為出貨高峰，累計前 3 季成長幅度達 21.5%：**

平面顯示器包括偏光片、顯示器相關材料及 OLED 材料及針對中國面板組裝客戶提供上游原料採購及下游半成品的代理販售服務。累計前 3 季平面

2019年11月19日

顯示器成長幅度達 21.5%，主要來自次世代電子產品的穩定出貨，終端市場主要為歐、美、加的教育及商用領域，未來在中國面板產能陸續開出下，偏光片及 OLED 相關材料如驅動 IC、金屬遮罩、及新增代理的偏光板及光阻液等亦將陸續增加其出貨量，近期 OLED 相關材料營收佔比自 2018 年的 5~7% 升至約 8%。

### 半導體材料全年可望持平，綠能新業務期待長期營收貢獻：

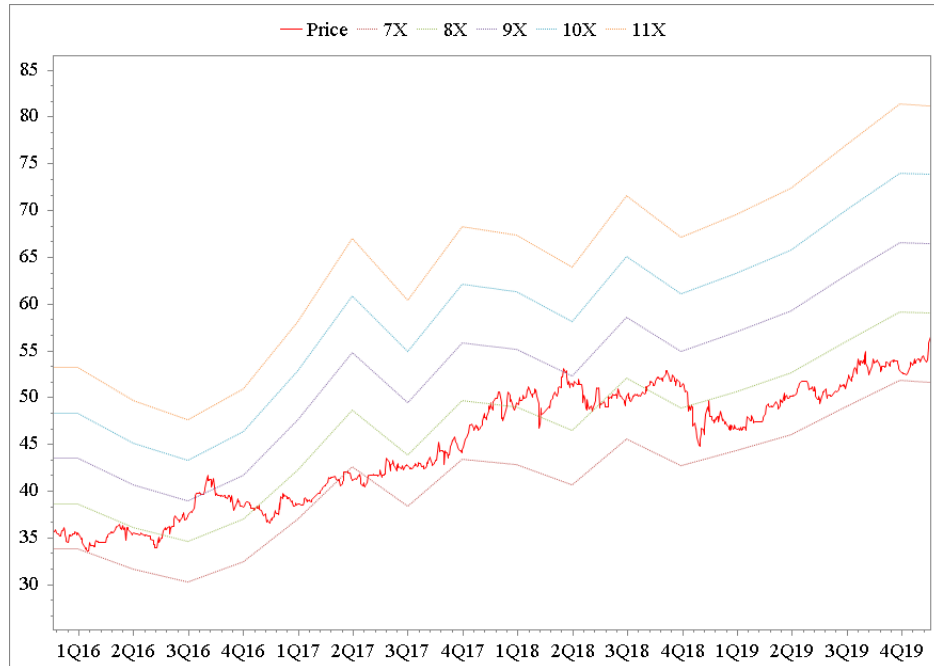
根據最新 WSTS 對全球半導體產值的預估成長率，2019 年為 -13.3%，2020 年為 +4.8%。以 3Q19 半導體營收表現來看，亦維持季成長，QoQ 為 +5.58%，而 2019 年累積前 3 季營收的衰退幅度接近持平，YoY +0.7%，預期全年將可回到持平水準。綠能產品部分，營收衰退主要受銀鋁漿面臨中國的競爭壓力而減少出貨的影響，為補足此業務的減少，公司於 2018 年新增小部分業務負責電站上中下游所需，並於 2019 年入股國軒科技，長期來看除可藉此增加更多電站相關材料及零件採購的營收貢獻外，亦可認列未來國軒科技的電費收益。

展望 2020 年，在 5G 趨勢及半導體高階製程的需求帶動下，資通材料及半導體可望重返成長軌道，帶動整體毛利率的正向發展，平面顯示器則受惠中國面板產能陸續開出下使其代理面板相關材料及新增代理產品而出貨持續成長。整體而言，群益預估 2020 年營收為 578.81 億元，YoY +6.87%，稅後獲利為 17.31 億元，YoY +13.63%，稅後 EPS 為 7.48 元。

### 投資建議：

5G 趨勢及半導體高階製程的需求帶動下，資通材料及半導體可望重返成長軌道，帶動整體毛利率的正向發展，考量歷史 PE 區間為 7~11 倍，給予買進投資建議，目標價為 67 元 (PER9x2020EPS)。

## 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

## 資產負債表

(百萬元)	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>資產總計</b>	24,918	27,332	31,836	34,321	36,996
流動資產	17,416	19,843	24,210	21,954	26,570
現金及約當現金	2,466	2,450	2,542	2,488	2,895
應收帳款與票據	10,934	12,605	15,155	14,478	16,305
存貨	3,173	3,812	5,012	4,627	5,094
採權益法之投資	4,220	4,373	4,388	8,087	6,574
不動產、廠房設備	2,322	1,983	2,001	2,001	2,001
<b>負債總計</b>	<b>14,080</b>	<b>15,491</b>	<b>19,427</b>	<b>20,978</b>	<b>22,582</b>
流動負債	10,815	11,680	15,397	14,144	17,007
應付帳款及票據	6,335	6,324	6,678	7,591	7,327
非流動負債	3,265	3,811	4,030	5,921	4,926
<b>權益總計</b>	10,838	11,841	12,409	13,342	14,414
普通股股本	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314
保留盈餘	6,318	7,110	8,099	9,033	10,104
母公司業主權益	9,886	10,786	11,066	11,848	12,769
<b>負債及權益總計</b>	<b>24,918</b>	<b>27,332</b>	<b>31,836</b>	<b>34,321</b>	<b>36,996</b>

## 損益表

(百萬元)	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>營業收入淨額</b>	39,542	42,916	52,935	54,162	57,881
營業成本	35,787	38,999	48,725	49,961	53,372
<b>營業毛利淨額</b>	3,754	3,917	4,210	4,200	4,508
營業費用	2,315	2,457	2,463	2,573	2,712
<b>營業利益</b>	1,439	1,460	1,747	1,628	1,797
<b>EBITDA</b>	1,765	2,179	2,382	2,224	2,295
業外收入及支出	132	510	283	481	590
稅前純益	1,572	1,970	2,030	2,109	2,387
所得稅	426	432	541	435	505
稅後純益	1,045	1,410	1,346	1,523	1,731
稅後 EPS(元)	4.52	6.09	5.82	6.58	7.48
完全稀釋 EPS**	4.52	6.09	5.82	6.58	7.48

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)	2016	2017	2018	2019F	2020F
-------	------	------	------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	-1.25%	8.53%	23.35%	2.32%	6.87%
營業毛利淨額	2.54%	4.33%	7.49%	-0.24%	7.33%
營業利益	7.27%	1.42%	19.69%	-6.85%	10.39%
稅後純益	-7.50%	34.83%	-4.51%	13.17%	13.63%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	9.49%	9.13%	7.95%	7.76%	7.79%
EBITDA(%)	4.46%	5.08%	4.50%	4.11%	3.97%
營益率	3.64%	3.40%	3.30%	3.01%	3.10%
稅後純益率	2.64%	3.28%	2.54%	2.81%	2.99%
總資產報酬率	4.20%	5.16%	4.23%	4.44%	4.68%
股東權益報酬率	9.65%	11.90%	10.85%	11.42%	12.01%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	56.51%	56.68%	61.02%	61.12%	61.04%
負債/淨值比(%)	129.91%	130.82%	156.55%	157.23%	156.67%
流動比率(%)	161.03%	169.89%	157.24%	155.22%	156.23%

### 其他比率分析

存貨天數	36.79	32.69	33.05	35.21	33.24
應收帳款天數	101.37	100.10	95.71	99.85	97.06

## 現金流量表

(百萬元)	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>營業活動現金</b>	2,570	-897	-1,910	3,164	1,147
稅前純益	1,572	1,970	2,030	2,109	2,387
折舊及攤銷	108	111	124	106	106
營運資金變動	983	-2,321	-3,396	1,975	-2,558
其他營運現金	-93	-657	-668	-1,026	1,212
<b>投資活動現金</b>	848	438	-471	-1,096	368
資本支出淨額	36	-80	-105	-20	-22
長期投資變動	68	490	-419	-34	-36
其他投資現金	744	29	53	-1,042	426
<b>籌資活動現金</b>	-2,662	629	2,610	-2,122	-1,108
長借/公司債變動	-519	-398	268	1,891	-995
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-625	-602	-764	-740	-810
其他籌資現金	-1,517	1,628	3,105	-3,273	697
<b>淨現金流量</b>	365	-15	92	-54	407
<b>期初現金</b>	2,100	2,466	2,450	2,542	2,488
<b>期末現金</b>	2,466	2,450	2,542	2,488	2,895

資料來源：CMoney、群益

2019年11月19日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F
營業收入淨額	13,408	14,318	13,568	12,066	14,041	14,559	13,496	12,678	15,426	15,755	14,022	12,800
營業成本	12,281	13,281	12,565	11,148	12,960	13,405	12,448	11,680	14,236	14,532	12,924	11,794
營業毛利淨額	1,127	1,037	1,003	918	1,081	1,154	1,047	998	1,189	1,223	1,098	1,006
營業費用	633	592	653	595	653	689	637	593	720	739	659	604
營業利益	495	444	350	323	429	465	410	405	469	484	439	402
業外收入及支出	113	81	90	97	75	155	154	151	151	139	149	150
稅前純益	608	526	439	421	504	620	565	556	620	622	589	552
所得稅	127	98	52	76	120	121	119	114	143	128	121	113
稅後純益	436	398	356	315	344	449	415	412	438	444	437	409
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)	1.89	1.72	1.54	1.36	1.49	1.94	1.79	1.78	1.89	1.92	1.89	1.77
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	8.41%	7.24%	7.39%	7.61%	7.70%	7.92%	7.76%	7.87%	7.71%	7.76%	7.83%	7.86%
營業利益率(%)	3.69%	3.10%	2.58%	2.68%	3.05%	3.19%	3.04%	3.19%	3.04%	3.07%	3.13%	3.14%
稅後純益率(%)	3.25%	2.78%	2.63%	2.61%	2.45%	3.08%	3.08%	3.25%	2.84%	2.82%	3.12%	3.19%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	15.19%	6.79%	-5.24%	-11.07%	16.37%	3.68%	-7.30%	-6.06%	21.67%	2.13%	-11.00%	-8.71%
營業利益	7.94%	-10.16%	-21.32%	-7.52%	32.57%	8.47%	-11.79%	-1.33%	15.84%	3.14%	-9.17%	-8.51%
稅前純益	33.02%	-13.50%	-16.46%	-4.23%	19.68%	23.06%	-8.89%	-1.57%	11.59%	0.37%	-5.45%	-6.25%
稅後純益	183.29%	-8.75%	-10.56%	-11.55%	9.29%	30.31%	-7.50%	-0.75%	6.21%	1.57%	-1.68%	-6.44%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	32.56%	22.26%	14.01%	3.66%	4.72%	1.68%	-0.53%	5.08%	9.86%	8.22%	3.90%	0.96%
營業利益	43.80%	2.72%	-2.13%	-29.44%	-13.33%	4.64%	17.31%	25.16%	9.37%	3.99%	7.08%	-0.72%
稅前純益	36.98%	-7.44%	-20.75%	-7.94%	-17.17%	17.84%	28.51%	32.08%	23.15%	0.45%	4.24%	-0.72%
稅後純益	61.25%	-4.38%	-17.13%	104.51%	-21.10%	12.67%	16.52%	30.76%	27.06%	-0.96%	5.27%	-0.77%

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。