

2020年2月20日

研究員：李佩珊 alice.li@capital.com.tw

前日收盤價	55.40 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

11/19/2019	買進	56.60 元
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

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,314
市值(億元)	128
目前每股淨值(元)	48.55
外資持股比(%)	24.15
投信持股比(%)	0.06
董監持股比(%)	11.30
融資餘額(張)	407
現金股息配發率(F)(%)	52.38

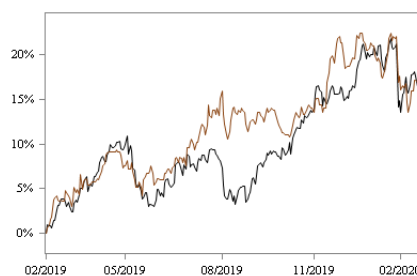
產品組合



- 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%

股價相對大盤走勢

— 3010 — TWSE



產品組合有利毛利率發展，殖利率亦達 6%，維持買進建議。

投資建議：5G 趨勢及半導體高階製程的需求帶動下，產品組合有利於整體毛利率，維持買進投資建議，目標價為 67 元 (PER9x2020EPS)。

資通材料因代理 5G 所需之高階材料而可維持成長：佔比最大的資通材料在歷經 3 季的庫存消化後，4Q19 出貨有大幅的成長使全年資通材料反而呈現年成長，YoY+4.28%。公司代理的原廠如 Panasonic 及旭化成的產品為 5G 所需之高階材料，預期在此趨勢下，所代理的 CCL 及乾膜類產品也將持續成長。

半導體材料受高階製程帶動出貨，綠能業務長期將為成長：根據最新 WSTS 對全球半導體產值的預估成長率，2019 年為-12.8%，2020 年為+5.9%。以公司 2019 年半導體營收表現來看，仍維持小幅年成長，YoY+1.32%，預期在半導體高階製程的需求帶動下，全年亦將有不低於平均成長率的表現。綠能產品部分，為補足銀鋁漿的營收衰退，公司入股國軒科技以建設電站並取得相關材料及零件採購的營收貢獻，預期未來在政府再生能源政策的推進下，綠能業務長期將對營收及獲利有幫助。

除產品組合有利於整體毛利率外，殖利率亦達 6%：觀察歷史股利發放率皆維持約 55% 的水準，以 2019 年預估 EPS 計算，2020 年股利有機會發放 3.5 元，殖利率約 6.3%。近期雖受疫情影響，客戶拉貨情況的不確定性較高，但在 5G 趨勢及半導體高階製程的需求帶動下，估計後續遞延的出貨需求仍在，加上產品組合有利於整體毛利率。

整體而言，群益預估 2020 年營收為 581.14 億元，YoY+6.30%，稅後獲利為 17.13 億元，YoY+10.77%，稅後 EPS 為 7.40 元。

(百萬元)	2018	2019F	2020F	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
營業收入淨額	52,935	54,671	58,114	13,568	12,066	14,041	14,559	14,006	11,389	15,426	15,755	15,545
營業毛利淨額	4,210	4,268	4,563	1,003	918	1,081	1,154	1,115	862	1,205	1,251	1,245
營業利益	1,747	1,671	1,840	350	323	429	465	454	329	484	512	515
稅後純益	1,346	1,546	1,713	356	315	344	449	438	342	436	454	481
稅後 EPS(元)	5.82	6.68	7.40	1.54	1.36	1.49	1.94	1.89	1.48	1.88	1.96	2.08
毛利率(%)	7.95%	7.81%	7.85%	7.39%	7.61%	7.70%	7.92%	7.96%	7.57%	7.81%	7.94%	8.01%
營業利率(%)	3.30%	3.06%	3.17%	2.58%	2.68%	3.05%	3.19%	3.24%	2.89%	3.14%	3.25%	3.31%
稅後純益率(%)	2.54%	2.83%	2.95%	2.63%	2.61%	2.45%	3.08%	3.13%	3.00%	2.83%	2.88%	3.09%
營業收入 YoY/QoQ(%)	23.35%	3.28%	6.30%	-5.24%	-11.07%	16.37%	3.68%	-3.80%	-18.68%	35.45%	2.13%	-1.33%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-4.51%	14.86%	10.77%	-10.56%	-11.55%	9.29%	30.31%	-2.41%	-21.93%	27.49%	4.24%	5.77%

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。

2020年2月20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年營收來看，資通材料佔44.3%、半導體佔19.6%、平面顯示器(FPD)佔27.6%、綠能佔3.8%、其他佔4.7%。

表一、產品組合及營收

2019年	營收(M NTD)	%
資通材料	24,202	44.3
半導體	10,717	19.6
平面顯示器	15,104	27.6
綠能	2,078	3.8
其他	2,571	4.7
	54,671	100

資料來源：公司資料、群益投顧彙整

平面顯示器於2020年成長性將較為減緩：

2019年營收546.71億元，YoY+3.28%，2019年受貿易戰影響終端需求使營收成長較2018年減少，就產品別來看，仍以平面顯示器成長最大，YoY+10.29%，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。2019年的成長主要仍來自次世代電子產品的穩定出貨，預期在歷經2年的爆發成長後，2020年成長性將較為減緩，但其他面板材料方面如偏光片及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則將在中國面板產能陸續開出下，使其出貨量逐步增加。

資通材料因代理5G所需之高階材料而可維持成長：

佔比最大的資通材料在歷經3季的庫存消化後，4Q19出貨有大幅的成長使全年資通材料反而呈現年成長，YoY+4.28%。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%，公司代理的原廠如Panasonic及旭化成的產品為5G所需之高階材料，預期在此趨勢下，所代理的CCL及乾膜類產品也將持續成長。

表二、產品營收及成長率

Rev %	2019	2018	YoY
資通材料	44.3	43.8	4.28
半導體	19.6	20.0	1.32
平面顯示器	27.6	25.9	10.29
綠能	3.8	6.0	-34.9
其他	4.7	4.3	13.3

資料來源：公司資料、群益投顧彙整

2020年2月20日

半導體材料受高階製程帶動出貨，綠能業務長期將為成長：

根據最新 WSTS 對全球半導體產值的預估成長率，2019 年為-12.8%，2020 年為+5.9%。以公司 2019 年半導體營收表現來看，仍維持小幅年成長，YoY+1.32%，預期在半導體高階製程的需求帶動下，全年亦將有不低於平均成長率的表現。綠能產品部分，為補足銀鋁漿的營收衰退，公司入股國軒科技以建設電站並取得相關材料及零件採購的營收貢獻，預期未來在政府再生能源政策的推進下，綠能業務長期將對營收及獲利有幫助。

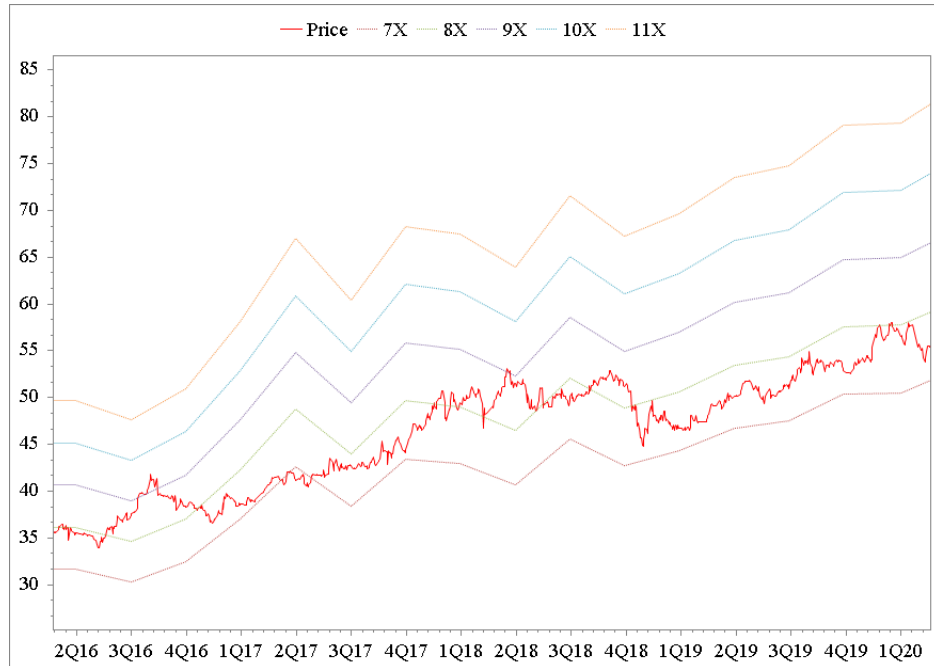
除產品組合有利於整體毛利率外，殖利率亦達 6%：

觀察歷史股利發放率皆維持約 55% 的水準，以 2019 年預估 EPS 計算，2020 年股利有機會發放 3.5 元，殖利率約 6.3%。近期雖受疫情影響，客戶拉貨情況的不確定性較高，但在 5G 趨勢及半導體高階製程的需求帶動下，估計後續遞延的出貨需求仍在，加上產品組合有利於整體毛利率。整體而言，群益預估 2020 年營收為 581.14 億元，YoY+6.30%，稅後獲利為 17.13 億元，YoY+10.77%，稅後 EPS 為 7.40 元。

投資建議：

5G 趨勢及半導體高階製程的需求帶動下，產品組合有利於整體毛利率，維持買進投資建議，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

2020年2月20日

資產負債表

(百萬元)	2016	2017	2018	2019F	2020F
資產總計	24,918	27,332	31,836	34,379	37,008
流動資產	17,416	19,843	24,210	22,388	26,330
現金及約當現金	2,466	2,450	2,542	2,537	2,870
應收帳款與票據	10,934	12,605	15,155	14,757	16,150
存貨	3,173	3,812	5,012	4,069	5,330
採權益法之投資	4,220	4,373	4,388	7,794	6,769
不動產、廠房設備	2,322	1,983	2,001	2,001	2,001
負債總計	14,080	15,491	19,427	21,014	22,590
流動負債	10,815	11,680	15,397	14,423	16,853
應付帳款及票據	6,335	6,324	6,678	7,217	7,384
非流動負債	3,265	3,811	4,030	6,051	5,030
權益總計	10,838	11,841	12,409	13,365	14,419
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	9,055	10,109
母公司業主權益	9,886	10,786	11,066	11,871	12,773
負債及權益總計	24,918	27,332	31,836	34,379	37,008

損益表

(百萬元)	2016	2017	2018	2019F	2020F
營業收入淨額	39,542	42,916	52,935	54,671	58,114
營業成本	35,787	38,999	48,725	50,404	53,550
營業毛利淨額	3,754	3,917	4,210	4,268	4,563
營業費用	2,315	2,457	2,463	2,597	2,723
營業利益	1,439	1,460	1,747	1,671	1,840
EBITDA	1,765	2,179	2,382	2,437	2,673
業外收入及支出	132	510	283	466	521
稅前純益	1,572	1,970	2,030	2,137	2,362
所得稅	426	432	541	441	498
稅後純益	1,045	1,410	1,346	1,546	1,713
稅後 EPS(元)	4.52	6.09	5.82	6.68	7.40
完全稀釋 EPS**	4.52	6.09	5.82	6.68	7.40

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%	3.28%	6.30%
營業毛利淨額	2.54%	4.33%	7.49%	1.37%	6.92%
營業利益	7.27%	1.42%	19.69%	-4.36%	10.13%
稅後純益	-7.50%	34.83%	-4.51%	14.86%	10.77%

獲利能力分析(%)

毛利率	9.49%	9.13%	7.95%	7.81%	7.85%
EBITDA(%)	4.46%	5.08%	4.50%	4.46%	4.60%
營益率	3.64%	3.40%	3.30%	3.06%	3.17%
稅後純益率	2.64%	3.28%	2.54%	2.83%	2.95%
總資產報酬率	4.20%	5.16%	4.23%	4.50%	4.63%
股東權益報酬率	9.65%	11.90%	10.85%	11.57%	11.88%

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	32.88	32.03
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
營業活動現金	2,570	-897	-1,910	3,088	1,288
稅前純益	1,572	1,970	2,030	2,137	2,362
折舊及攤銷	108	111	124	106	106
營運資金變動	983	-2,321	-3,396	1,881	-2,487
其他營運現金	-93	-657	-668	-1,037	1,308
投資活動現金	848	438	-471	-1,014	200
資本支出淨額	36	-80	-105	-20	-22
長期投資變動	68	490	-419	-34	-67
其他投資現金	744	29	53	-960	289
籌資活動現金	-2,662	629	2,610	-2,079	-1,155
長借/公司債變動	-519	-398	268	2,021	-1,021
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	-3,360	676
淨現金流量	365	-15	92	-5	333
期初現金	2,100	2,466	2,450	2,542	2,537
期末現金	2,466	2,450	2,542	2,537	2,870

資料來源：CMoney、群益

2020年2月20日

季度損益表

(百萬元)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F
營業收入淨額	14,318	13,568	12,066	14,041	14,559	14,006	11,389	15,426	15,755	15,545	13,089	16,247
營業成本	13,281	12,565	11,148	12,960	13,405	12,891	10,526	14,221	14,504	14,299	12,073	14,976
營業毛利淨額	1,037	1,003	918	1,081	1,154	1,115	862	1,205	1,251	1,245	1,016	1,272
營業費用	592	653	595	653	689	661	533	720	739	731	618	767
營業利益	444	350	323	429	465	454	329	484	512	515	398	505
業外收入及支出	81	90	97	75	155	140	135	134	123	129	129	112
稅前純益	526	439	421	504	620	593	465	619	635	643	527	616
所得稅	98	52	76	120	121	125	93	143	130	132	108	126
稅後純益	398	356	315	344	449	438	342	436	454	481	389	451
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)	1.72	1.54	1.36	1.49	1.94	1.89	1.48	1.88	1.96	2.08	1.68	1.95
獲利能力(%)												
毛利率(%)	7.24%	7.39%	7.61%	7.70%	7.92%	7.96%	7.57%	7.81%	7.94%	8.01%	7.76%	7.83%
營業利益率(%)	3.10%	2.58%	2.68%	3.05%	3.19%	3.24%	2.89%	3.14%	3.25%	3.31%	3.04%	3.11%
稅後純益率(%)	2.78%	2.63%	2.61%	2.45%	3.08%	3.13%	3.00%	2.83%	2.88%	3.09%	2.97%	2.77%
QoQ(%)												
營業收入淨額	6.79%	-5.24%	-11.07%	16.37%	3.68%	-3.80%	-18.68%	35.45%	2.13%	-1.33%	-15.80%	24.13%
營業利益	-10.16%	-21.32%	-7.52%	32.57%	8.47%	-2.43%	-27.39%	47.01%	5.71%	0.49%	-22.67%	26.83%
稅前純益	-13.50%	-16.46%	-4.23%	19.68%	23.06%	-4.23%	-21.72%	33.17%	2.62%	1.33%	-18.15%	17.05%
稅後純益	-8.75%	-10.56%	-11.55%	9.29%	30.31%	-2.41%	-21.93%	27.49%	4.24%	5.77%	-19.08%	15.87%
YoY(%)												
營業收入淨額	22.26%	14.01%	3.66%	4.72%	1.68%	3.22%	-5.61%	9.86%	8.22%	10.99%	14.93%	5.32%
營業利益	2.72%	-2.13%	-29.44%	-13.33%	4.64%	29.75%	1.87%	12.97%	10.09%	13.39%	20.77%	4.18%
稅前純益	-7.44%	-20.75%	-7.94%	-17.17%	17.84%	35.09%	10.43%	22.87%	2.46%	8.40%	13.34%	-0.38%
稅後純益	-4.38%	-17.13%	104.51%	-21.10%	12.67%	22.94%	8.51%	26.57%	1.24%	9.73%	13.73%	3.37%

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。