

研究員：李佩珊 alice.li@capital.com.tw

前日收盤價	53.60 元
目標價	
3 個月	65.00 元
12 個月	65.00 元

華立(3010 TT)

買進

近期報告日期、評等及前日股價

資通材料及平板顯示器成長動能佳。

投資建議：資通材料及平板顯示器成長動能佳帶動獲利表現，考量歷史 PE 區間為 7~10 倍，給予華立買進投資建議，目標價為 65 元 (PER8.5x2019EPS)。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,314
市值(億元)	124
目前每股淨值(元)	47.48
外資持股比(%)	27.28
投信持股比(%)	0.08
董監持股比(%)	11.30
融資餘額(張)	1,402
現金股息配發率(%)	54.19

1H18 營收成長 YoY+29.76%，平面顯示器成長最大，YoY 達

+90.92%：2Q18 營收達 134.08 億元，YoY+32.56%，總計 1H18 營收達 250.49 億元，YoY+29.76%，其中平面顯示器成長幅度最高，YoY+90.92%。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%。1H18 受惠中國面板產能陸續開出，偏光片 YoY+300%，OLED 材料 YoY+200%，另外自 2017 開始即小量代理出貨中國客戶的次世代電子產品，1H18 穩定出貨下，目前佔平面顯示器營收比重約 20%~25%，雖此產品出貨影響到整體毛利率表現，但由於以成品出貨下後續支援的增加幅度有限，公司仍有獲利亦將持續出貨。

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%

營收佔比 45%的資通材料成長幅度次高，YoY+27.39%

1H18 資通材料營收為 113.41 億元，YoY+27.39%，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，由於效能表現較佳，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，近期在 CCL 及乾膜類產品觀察到有用量增加的趨勢。

股價相對大盤走勢



整體而言，群益預估 2018 年營收達 529.60 億元，YoY+23.40%，稅後獲利為 15.61 億元，YoY+10.75%，稅後 EPS 為 6.75 元，2019 年稅後 EPS 為 7.67 元。

(百萬元)	2016	2017	2018F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	39,542	42,916	52,960	10,115	11,711	11,901	11,640	13,408	13,811	14,101	12,339	14,092
營業毛利淨額	3,754	3,917	4,764	932	1,075	1,020	1,043	1,203	1,240	1,278	1,112	1,267
營業利益	1,439	1,460	2,140	344	433	357	458	582	530	570	505	557
稅後純益	1,045	1,410	1,561	271	417	430	155	457	462	487	383	408
稅後 EPS(元)	4.52	6.09	6.75	1.17	1.80	1.86	0.67	1.98	2.00	2.10	1.65	1.76
毛利率(%)	9.49%	9.13%	8.99%	9.22%	9.18%	8.57%	8.96%	8.97%	8.98%	9.06%	9.01%	8.99%
營業利益率(%)	3.64%	3.40%	4.04%	3.40%	3.69%	3.00%	3.94%	4.34%	3.84%	4.04%	4.09%	3.95%
稅後純益率(%)	2.64%	3.28%	2.95%	2.68%	3.56%	3.61%	1.33%	3.41%	3.35%	3.45%	3.10%	2.90%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-1.25%	8.53%	23.40%	10.08%	15.78%	1.62%	-2.19%	15.19%	3.00%	2.10%	-12.50%	14.21%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-7.50%	34.83%	10.75%	-7.47%	53.89%	3.20%	-63.92%	194.75%	1.16%	5.23%	-21.36%	6.69%

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。

2018年8月1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1H18營收來看，資通材料佔45%、半導體佔21%、平面顯示器(FPD)佔23%、綠能佔7%、其他佔4%。

表一、1H18產品組合及成長率

<u>1H18</u>	<u>%</u>	<u>YoY</u>
資通材料	45%	27.38%
半導體	21%	5.64%
平面顯示器	23%	90.92%
綠能	7%	6.87%
其他	4%	15.57%
	100%	29.76%

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%。

1H18 營收成長 YoY+29.76%，平面顯示器成長最大，YoY 達+90.92%：

2Q18 營收達 134.08 億元，YoY+32.56%，總計 1H18 營收達 250.49 億元，YoY+29.76%，其中平面顯示器成長幅度最高，YoY +90.92%。

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%。1H18 受惠中國面板產能陸續開出，偏光片 YoY+300%，OLED 材料 YoY+200%，另外自 2017 開始即小量代理出貨中國客戶的次世代電子產品，1H18 穩定出貨下，目前佔平面顯示器營收比重約 20%~25%，雖此產品出貨影響到整體毛利率表現，但由於以成品出貨下後續支援的增加幅度有限，公司仍有獲利亦將持續出貨。

1H18 營收佔比 45%的資通材料成長幅度次高，YoY+27.39%：

1H18 資通材料營收為 113.41 億元，YoY+27.39%，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，由於效能表現較佳，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，近期在 CCL 及乾膜類產品觀察到有用量增加的趨勢。

展望 2H18，主要動能仍來自資通材料及平面顯示器。預期資通材料整體出貨因進入旺季而逐季升溫，平面顯示器相關材料出貨可因中國面板產能已開出而維持一定的出貨水準。

2018年8月1日

整體而言，群益預估 2018 年營收達 529.60 億元，YoY+23.40%，稅後獲利為 15.61 億元，YoY+10.75%，稅後 EPS 為 6.75 元，2019 年稅後 EPS 為 7.67 元。

投資建議：

資通材料及平板顯示器成長動能佳帶動獲利表現，考量歷史 PE 區間為 7~10 倍，給予華立買進投資建議，目標價為 65 元(PER8.5x2019EPS)。

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

2018年8月1日

資產負債表

(百萬元)	2014	2015	2016	2017	2018F
資產總計	26,318	26,731	24,918	27,332	35,066
流動資產	19,207	18,857	17,416	19,843	27,568
現金及約當現金	2,487	2,100	2,466	2,450	3,637
應收帳款與票據	11,148	11,029	10,934	12,605	16,446
存貨	3,567	4,041	3,173	3,812	4,404
採權益法之投資	4,300	4,464	4,220	4,373	4,337
不動產、廠房設備	1,800	2,482	2,322	1,983	2,037
負債總計	15,851	16,007	14,080	15,491	22,279
流動負債	12,505	11,295	10,815	11,680	13,784
應付帳款及票據	5,881	6,316	6,335	6,324	8,256
非流動負債	3,347	4,711	3,265	3,811	6,562
權益總計	10,467	10,725	10,838	11,841	12,788
普通股股本	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314
保留盈餘	5,559	5,905	6,318	7,110	8,056
母公司業主權益	9,644	9,789	9,886	10,786	11,583
負債及權益總計	26,318	26,731	24,918	27,332	35,066

損益表

(百萬元)	2014	2015	2016	2017	2018F
營業收入淨額	39,901	40,044	39,542	42,916	52,960
營業成本	36,327	36,382	35,787	38,999	48,196
營業毛利淨額	3,574	3,661	3,754	3,917	4,764
營業費用	2,305	2,320	2,315	2,457	2,623
營業利益	1,269	1,342	1,439	1,460	2,140
EBITDA	1,862	1,794	1,765	2,179	3,375
業外收入及支出	499	313	132	510	185
稅前純益	1,768	1,655	1,572	1,970	2,325
所得稅	400	426	426	432	615
稅後純益	1,278	1,130	1,045	1,410	1,561
稅後 EPS(元)	5.52	4.88	4.52	6.09	6.75
完全稀釋 EPS**	5.52	4.88	4.52	6.09	6.75

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)	2014	2015	2016	2017	2018F
-------	------	------	------	------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	16.00%	0.36%	-1.25%	8.53%	23.40%
營業毛利淨額	15.13%	2.45%	2.54%	4.33%	21.61%
營業利益	24.57%	5.73%	7.27%	1.42%	46.59%
稅後純益	10.21%	-11.56%	-7.50%	34.83%	10.75%

獲利能力分析(%)

毛利率	8.96%	9.14%	9.49%	9.13%	8.99%
EBITDA(%)	4.67%	4.48%	4.46%	5.08%	6.37%
營益率	3.18%	3.35%	3.64%	3.40%	4.04%
稅後純益率	3.20%	2.82%	2.64%	3.28%	2.95%
總資產報酬率	4.86%	4.23%	4.20%	5.16%	4.45%
股東權益報酬率	12.21%	10.54%	9.65%	11.90%	12.21%

償債能力檢視

負債比率(%)	60.23%	59.88%	56.51%	56.68%	63.53%
負債/淨值比(%)	151.45%	149.25%	129.91%	130.82%	174.22%
流動比率(%)	153.60%	166.95%	161.03%	169.89%	200.00%

其他比率分析

存貨天數	33.40	38.17	36.79	32.69	31.11
應收帳款天數	94.32	101.07	101.37	100.10	100.11

現金流量表

(百萬元)	2014	2015	2016	2017	2018F
營業活動現金	-551	1,365	2,570	-897	-1,999
稅前純益	1,768	1,655	1,572	1,970	2,325
折舊及攤銷	98	95	108	111	110
營運資金變動	-1,975	79	983	-2,321	-2,500
其他營運現金	-443	-463	-93	-657	-1,934
投資活動現金	-1,101	-539	848	438	-16
資本支出淨額	-503	-649	36	-80	-25
長期投資變動	-189	-358	68	490	0
其他投資現金	-408	468	744	29	9
籌資活動現金	1,015	-1,218	-2,662	629	3,201
長借/公司債變動	526	1,254	-519	-398	2,751
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-694	-764	-625	-602	-764
其他籌資現金	1,183	-1,708	-1,517	1,628	1,214
淨現金流量	-498	-387	365	-15	1,187
期初現金	2,985	2,487	2,100	2,466	2,450
期末現金	2,487	2,100	2,466	2,450	3,637

資料來源：CMoney、群益

2018年8月1日

季度損益表

(百萬元)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	9,188	10,115	11,711	11,901	11,640	13,408	13,811	14,101	12,339	14,092	14,797	15,256
營業成本	8,298	9,183	10,636	10,881	10,597	12,206	12,570	12,823	11,227	12,825	13,458	13,878
營業毛利淨額	890	932	1,075	1,020	1,043	1,203	1,240	1,278	1,112	1,267	1,339	1,378
營業費用	565	588	642	662	585	621	710	708	607	710	764	767
營業利益	326	344	433	357	458	582	530	570	505	557	576	610
業外收入及支出	78	100	135	197	-1	53	73	61	25	53	93	61
稅前純益	404	444	568	554	457	635	603	631	530	610	669	671
所得稅	87	138	114	93	263	142	102	107	111	167	140	141
稅後純益	293	271	417	430	155	457	462	487	383	408	490	493
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)	1.26	1.17	1.80	1.86	0.67	1.98	2.00	2.10	1.65	1.76	2.12	2.13
獲利能力(%)												
毛利率(%)	9.69%	9.22%	9.18%	8.57%	8.96%	8.97%	8.98%	9.06%	9.01%	8.99%	9.05%	9.03%
營業利益率(%)	3.55%	3.40%	3.69%	3.00%	3.94%	4.34%	3.84%	4.04%	4.09%	3.95%	3.89%	4.00%
稅後純益率(%)	3.18%	2.68%	3.56%	3.61%	1.33%	3.41%	3.35%	3.45%	3.10%	2.90%	3.31%	3.23%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-11.23%	10.08%	15.78%	1.62%	-2.19%	15.19%	3.00%	2.10%	-12.50%	14.21%	5.00%	3.10%
營業利益	-17.53%	5.59%	25.77%	-17.41%	28.27%	26.92%	-8.84%	7.42%	-11.41%	10.30%	3.41%	6.02%
稅前純益	13.31%	9.88%	28.01%	-2.42%	-17.56%	38.84%	-4.99%	4.63%	-15.99%	15.07%	9.69%	0.32%
稅後純益	19.85%	-7.47%	53.89%	3.20%	-63.92%	194.75%	1.16%	5.23%	-21.36%	6.69%	20.12%	0.55%
YoY(%)												
營業收入淨額	3.21%	-0.20%	15.35%	14.98%	26.68%	32.56%	17.93%	18.48%	6.00%	5.10%	7.14%	8.19%
營業利益	5.41%	-5.41%	16.47%	-9.55%	40.67%	69.09%	22.57%	59.42%	10.10%	-4.31%	8.54%	7.12%
稅前純益	-9.23%	22.12%	39.66%	55.52%	13.15%	42.98%	6.11%	13.78%	15.95%	-3.91%	10.95%	6.38%
稅後純益	-13.10%	35.86%	56.89%	76.10%	-46.99%	68.87%	11.01%	13.20%	146.75%	-10.68%	6.06%	1.34%

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 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	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。