

台積(2330)

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 許婷婷 Sarena Hsu

sarenahsu@masterlink.com.tw

評等

日期:	2021/7/16
目前收盤價 (NT\$):	613.0
目標價 (NT\$):	680
52 週最高最低(NT\$):	357.5-673
加權指數:	17845.75

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	259,304
市值 (NT\$/mn):	15,895,340
市值 (US\$/mn):	529,845
20 日平均成交量(仟股):	28,982
PER (2021):	27.6
PBR (2021):	8.2
外資持股比率:	74.79
TCRI	1

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	1.8	0.2	3.6
加權指數報酬率	3.7	5.8	13.6

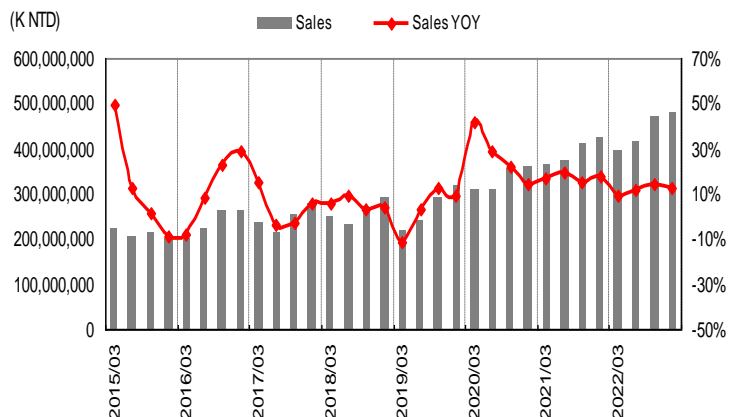
2021 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	680	680
營業收入 (NT\$/mn)	1,570,718	1,611,346
毛利率 (%)	51.1	52.05
營益率 (%)	40.2	41.09
EPS (NT\$)	22.2	23.19
BVPS(NT\$)	74.8	74.8



四平八穩，驚喜度低

- **維持買進**：本次法說會驚喜度較低，3Q 營收季增 11%，與市場預期 10-15%相當，且並無上修資本支出，全年營收 YOY 維持 20%以上。市場仍在意台積毛利率因匯率與 5 奈米量產而遭到壓縮(2021 年 5 奈米影響毛利率 2-3%)。我們仍認為台積 2020-2023 年類似 2010-2013 年，高度資本支出，壓縮毛利率，股價表現較為區間盤整，但長線而言，台積結構性成長趨勢仍未改變，預估台積 21EPS22.2 元(原估 23 元，下修原因為第三季營收季增 11%，低於原估 15%，毛利率也略低於預期)，2022EPS24.3 元，2024 年-2025 年 EPS 上看 30 元，維持買進。
- **晶圓代工吃緊將延續至 2022 年**：台積預估晶圓代工會吃緊到 2022 年，台積增加投資南京廠 28 奈米 4 萬片產能，將於 2023 年開出。車用產品六月已經陸續量產，產能吃緊狀況紓解。
- **客戶會維持高庫存**：1H21 客戶庫存健康，預期客戶會維持高庫存政策，不能排除客戶庫存調整。
- **3Q Guidance 符合預期**：台積電估 3Q 美金營收 QOQ11%，符合市場預期，毛利率 49.5%-51.5%，營利率 Guidance38.5-40.5%，主要因為 5 奈米提升影響毛利率。2021 年 5 奈米影響毛利率 2-3%，一般而言，需要 7-8 季先進製程才能達到公司平均毛利率。台積維持長期 2020-2025 營收 CAGR10-15%(會偏上限)，毛利率 50%，ROE>20%。

Exhibit 1: 營收 YOY



台積電 2Q EPS5.18 元，
YOY19%，符合預期

台積電 2Q 營收 3721.4 億元，QOQ3%，YOY20%，約當十二吋出貨量為 344 萬片，QOQ3%，美金計價約當十二吋晶圓 ASP3853 元(QOQ0.3%)，2Q 毛利率 50%，稅後獲利 1343 億元，QOQ-4%，YOY11%，EPS5.18 元，上半年營收 YOY18%，稅後獲利 YOY15%。

台積 Q2 手機佔比 42%(QOQ-3%)，HPC 佔比 39%(QOQ12%)，IOT 佔比 8%(QOQ-2%)，車用佔比 4%(QOQ+12%)，消費佔比 4%(QOQ-12%)。

台積 5 奈米營收比重從上季 14% 提升至第二季 18%，7 奈米比重從上季 35% 降至 31%，28 奈米維持 11%。

Exhibit 2 台積電財報與展望

unit : NT \$ mn	1Q21 (A)	2Q21(A)	2Q21 (F)	2Q	2Q	較預期	累計
				QOQ	YOY%	相比	YOY
Net sales	362,410	372,145	361,394	3%	20%	3%	18%
Margin %	52.36%	50.03%	52.50%				
Operating profit	150,538	145,667	149,993	-3%	11%	-3%	14%
Total non-ope inc.	4,526	3,724	2,438				
Pre-tax profit	155,064	149,391	152,432				
Net profit	139,690	134,359	135,664	-4%	11%	-1%	15%
EPS	5.39	5.18	5.23				

Sources: Company, Masterlink

台積電估 3Q 美金營收
QOQ11%，符合市場預期

1) 營收: 台積電預估 3Q 營收為 146-149 億美元(匯率假設為 27.9 元)，美金計價 QOQ10-12%，台幣計價 QOQ9.5-11.7%，符合市場預期雙位數字。

2) 毛利率: 台積預估第三季毛利率 Guidance49.5-51.5%，營利率 Guidnace38.5-40.5%，主要因為 5 奈米提升影響毛利率。2021 年 5 奈米影響毛利率 2-3%，一般而言，需要 7-8 季先進製程才能達到公司平均毛利率。

3) 庫存: 1H21 客戶庫存健康，但客戶將維持高庫存，也不能不能排除庫存調整。

4) 台積預估 2021 年半導體產值 YOY 從 12% 上修至 17%，晶圓代工 2021 年 YOY 從 16 上修至 20%，台積美金計價營收高於 20%

5) 晶圓代工吃緊問題: 台積預估晶圓代工會吃緊到 2022 年。

6) 美國廠: 美國亞利桑那州 12 吋廠將在 2022 年下半年裝機，2024 年第一季量產量萬片。120 億美元投資 for 未來十年，但未來三年投資達 80 億美元。

7) 南京廠: 台積電南京廠已完成第一期 16 奈米及月產能 2.5 萬片的產能建置，28 奈米特殊製程將在 2022 年下半年量產，2023 年中達到月產能 4 萬片規模。

8) 台積電是否到日本等其它地區設廠，台積電表示有評估在日本設立特殊製程晶圓廠，但至今未有具體計畫也未做出決定。

9) 車用 supply: 台積車用 MCU 1H21 YOY 三成，2021 YOY60%，車用晶片吃緊狀況可以紓解。

10) 台積維持長期 2020-2025 營收 CAGR10-15%(會偏上限)，毛利率 50%，ROE>20%。

11) 是否有用到長約保障? 台積表示用不同的方式確保客戶的 commitment。

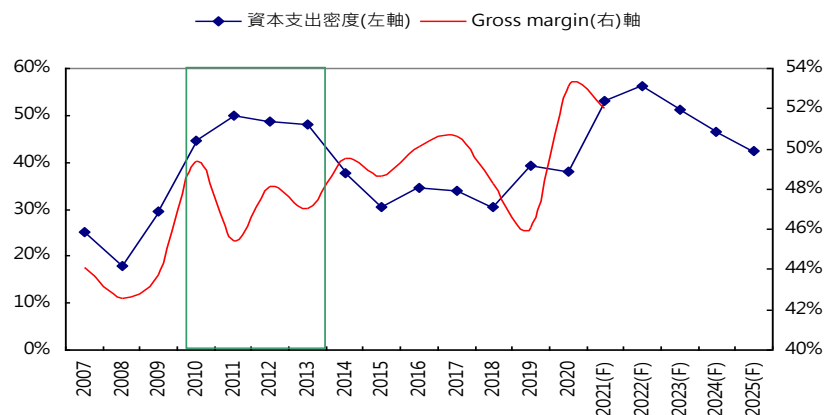
	2020	2021(F) (1/14 法說)	2021(F) (4/15 法說)	2021(F) (7/15 法說)
半導體	10%	8%	12%	17%
晶圓代工	20%	10%	16%	20%
台積電(美金營收)	31%	>15%	20%	>20%

5 奈米佔 2021 年營收比重 20%。3 奈米預估 2022 年下半年量產

- 1)5nm:2020 年營收佔比 8%，預估 2021 年營收佔比達 20%。
- 2)4nm:與 5nm 同一家族，風險生產 2H21，2022 量產。
- 3)3nm:全新製程，首先應用在手機與 HPC，預估 2022 年下半年量產。

維持買進

本次法說會驚喜度較低，3Q 營收季增 11%，與市場預期 10-15%相當，且並無上修資本支出，全年營收 YOY 維持 20%以上。市場仍在意台積毛利率因匯率與 5 奈米量產而遭到壓縮(2021 年 5 奈米影響毛利率 2-3%)。我們仍認為台積 2020-2023 年類似 2010-2013 年，高度資本支出，壓縮毛利率，股價表現較為區間盤整，但長線而言，台積結構性成長趨勢仍未改變，預估台積 21 EPS 22.2 元(原估 23 元，下修原因為第三季營收季增 11%，低於原估 15%，毛利率也略低於預期)，2022 EPS 24.3 元，2024 年-2025 年 EPS 上看 30 元，維持買進。



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY19	FY20	FY21F	FY22F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,069,985	1,339,255	1,570,718	1,751,886	
COGS	577,287	628,108	767,795	860,508	
Gross profit	492,699	711,147	802,923	891,378	
Operating expense	119,505	145,057	171,673	192,707	
Operating profit	373,194	566,090	631,250	698,670	
Total non-operate. Inc.	17,144	17,993	12,778	9,056	
Pre-tax profit	390,338	584,083	644,029	707,726	
Total Net profit	345,344	518,158	576,376	629,876	
Minority	80	273	170	0	
Net Profit	345,756	517,192	576,278	629,876	
EPS (NT\$)	13.32	19.97	22.22	24.29	
Y/Y %	FY19	FY20	FY21F	FY22F	
Sales	3.7	25.2	17.3	11.5	
Gross profit	(1.1)	44.3	12.9	11.0	
Operating profit	(2.7)	51.7	11.5	10.7	
Pre-tax profit	(1.8)	49.6	10.3	9.9	
Net profit	(1.6)	49.6	11.4	9.3	
EPS	(1.7)	50.0	11.3	9.3	
Margins %	FY19	FY20	FY21F	FY22F	
Gross	46.0	53.1	51.1	50.9	
Operating	34.9	42.3	40.2	39.9	
EBITDA	57.5	60.6	55.5	53.4	
Pre-tax	36.5	43.6	41.0	40.4	
Net	32.3	38.6	36.7	36.0	

Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY19	FY20	FY21F	FY22F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	455,399	660,171	554,645	528,571	
Marketable securities	128,049	122,449	3,226	3,226	
A/R & N/R	139,771	146,038	167,603	186,934	
Inventory	82,981	137,353	134,668	150,929	
Others	16,414	17,317	17,317	17,317	
Total current asset	822,614	1,083,328	877,458	886,978	
Long-term invest.	30,172	23,356	23,356	23,356	
Total fixed assets	1,352,377	1,555,589	2,410,589	3,265,589	
Total other assets	59,642	59,441	59,441	59,441	
Total assets	2,264,805	2,760,711	3,370,844	4,235,363	
Short-term Borrow	118,522	88,559	88,559	88,559	
A/P & N/P	40,206	41,095	49,691	55,691	
Other current liab.	432,007	487,403	1,067,598	1,558,145	
Total current liab.	590,736	617,057	1,205,848	1,702,395	
L-T borrows	25,100	0	-2,600	-5,200	
Other L-T liab.	26,874	272,378	0	0	
Total liability.	642,710	910,089	1,203,248	1,697,195	
Common stocks	259,304	259,304	259,304	259,304	
Reserves	56,340	0	0	0	
Retain earnings	1,306,452	1,588,686	1,908,292	2,278,865	
Total Equity	1,622,095	1,850,622	2,167,596	2,538,169	
Total Liab. & Equity	2,264,805	2,760,711	3,370,844	4,235,363	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Net sales	362,410	372,145	411,903	424,260
Gross profit	189,775	186,197	210,321	216,630
Operating profit	150,538	145,667	165,011	169,962
Total non-ope inc.	4,526	3,724	2,264	2,264
Pre-tax profit	155,064	149,391	167,275	172,226
Net profit	139,690	134,359	148,875	153,281
EPS	5.39	5.18	5.74	5.91
Y/Y %	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Net sales	16.7	19.8	15.6	17.4
Gross profit	18.0	13.1	10.4	11.0
Operating profit	17.1	11.1	10.0	8.2
Net profit	19.4	11.2	8.4	7.4
Q/Q %	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Net sales	0.2	2.7	10.7	3.0
Gross profit	(2.8)	(1.9)	13.0	3.0
Operating profit	(4.2)	(3.2)	13.3	3.0
Net profit	(2.2)	(3.8)	10.8	3.0
Margins %	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Gross	52.4	50.0	51.1	51.1
Operating	41.5	39.1	40.1	40.1
Net	38.5	36.1	36.1	36.1

Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY19	FY20	FY21F	FY22F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	345,756	517,192	576,278	629,876	
Dep & Amort	286,886	331,728	432,970	449,534	
Investment income	-2,844	-3,593	0	0	
Changes in W/C	7,771	-61,074	-10,283	-29,593	
Other adjustment	-22,431	38,413	38,413	38,413	
Cash flow – ope.	615,139	822,666	1,037,378	1,088,230	
Capex	-460,135	-506,632	-855,000	-855,000	
Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Other adjustment	1,333	850	0	0	
Cash flow – inve.	-458,802	-505,782	-855,000	-855,000	
Free cash flow	155,004	316,034	182,378	233,230	
Inc. (Dec.) debt	31,804	-29,572	0	0	
Cash dividend	-259,304	-259,304	-259,304	-259,304	
Other adjustment	-42,139	200,260	0	0	
Cash flow–Fin.	-269,638	-88,615	-259,304	-259,304	
Exchange influence	-9,114	-23,498	0	0	
Change in Cash	-131,529	204,771	-76,926	-26,074	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY19	FY20	FY21F	FY22F	
ROA	15.88	20.58	18.80	16.56	
ROE	20.90	29.79	28.68	26.77	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2021 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.